



Reetta Siivola

TALOUELLINEN DUE DILIGENCE YRITYSKAUPASSA

Kandidaatintutkielma

Kauppätieteet

Toukokuu 2021

SISÄLLYS

1	JOHDANTO	3
2	DUE DILIGENCE	5
2.1	Due diligence -prosessin tarkoitus	5
2.2	Due diligence -prosessin vaiheet	7
3	TALOUELLINEN DUE DILIGENCE	10
3.1	Kuka taloudellisen due diligencen suorittaa?.....	11
3.2	Taloudellisen due diligencen yleisimmät kysymykset.....	13
3.3	Taloudellisen due diligencen vaiheet	15
3.3.1	Taustatietojen selvitys ja toimiala-analyysi	16
3.3.2	Taloudellisen tiedon analysointi.....	17
3.3.3	Raportointijärjestelmien ja sisäisen kontrollin arviointi	20
3.3.4	Verotuksen ja henkilöstön arviointi	21
3.3.5	Tuotteiden, tuotannon ja tuotekehityksen analysointi	22
3.3.6	Synergioiden arviointi	23
3.4	Taloudellinen due diligence -raportti.....	23
3.5	Data-analytiikan hyödyntäminen taloudellisessa due diligencessä	24
4	TALOUELLISEN DUE DILIGENCEN VAIKUTUKSET.....	26
4.1	Vaikutukset ostajan päätöksentekoon ja yrityksen arvonmäärittämis- menetelmiin.....	26
4.2	Vaikutukset yrityskaupan onnistumiseen.....	28
4.2.1	Heikkotasoinen taloudellinen due diligence ja tiedon epäsymmetria .	29
4.2.2	Kohdeyrityksen heikkolaatuinen taloudellinen raportointi	30
4.2.3	Ennustevirhe.....	32
4.2.4	Integraatio-ongelmat	33
5	YHTEENVETO	35
	LÄHTEET	37

1 JOHDANTO

Globalisaatio on tehnyt kaupankäynnistä kansainvälisempää, vilkkaampaa ja vapaampaa. Yrityskauppojen määrä on kasvanut, ja yhä useampi kauppa tehdään yli maan rajojen. Yrityksostojen yleisin motiivi on kasvattaa omaa liiketoimintaa tai hankkia merkittävä kilpailutekijä ostamalla toinen yritys (Bäck, Karsio, Markula & Palmu, 2009, s. 14–15). Myös transaktiot yritysmarkkinoilla ovat erittäin nopeita, eikä ostajalla ole aina riittävästi aikaa kaupan kohteen huolelliseen ennakkotarkastukseen eli due diligence -prosessiin ennen kaupan solmimista. Ostajan kykyä tehdä nopeita sijoitus- ja ostopäätöksiä voidaan pitää kilpailuetuna. Heikolla ennakkotarkastuksella on kuitenkin varjopuolensa: suurin osa yrityskaupoista epäonnistuu tai ei saavuta sille määrättyjä tavoitteita.

Tässä kandidaatintutkielmassa tarkastellaan kaupan kohteen ennakkotarkastuksen taloudellista osa-aluetta eli taloudellista due diligencea ja sen vaikutuksia ostajan näkökulmasta. Varsinaiset tutkimuskysymykset ovat: Miten taloudellinen due diligence -prosessi suoritetaan, ja millaisia vaikutuksia taloudellisella due diligencella on ostajan päätöksentekoon, arvonmääritysmenetelmiin sekä yrityskaupan onnistumiseen? Työ keskittyy taloudellisen due diligence -selvityksen eri vaiheisiin ja määrittelee sen vaikutukset yrityskaupan onnistumisen, ostajan päätöksenteon sekä arvonmääritysmenetelmien kannalta. Tutkielmassa ei perehdytä kauppahinnasta sopimiseen tai kaupan kohteen arvonmäärittämiseen. Rajaamalla tutkimusaiheen taloudelliseen due diligenceen punnitaan yrityskaupan riskejä sekä mahdollisuuksia vain taloudellisesta näkökulmasta. Tutkimusmenetelmänä on kirjallisuuskatsaus, jossa tarkastellaan aihetta käsittelevää tutkimustietoa, tieteellisiä artikkeleita ja kirjallisuutta.

Kandidaatintutkielma alkaa yleisellä due diligence -prosessin kuvauksella, jossa tarkastellaan kaupan kohteen ennakkotarkastuksen tavoitteita, ajankohtaa sekä vaiheita. Kolmannessa luvussa perehdytään itse tutkimusaiheeseen eli taloudelliseen due diligenceen, jota voidaan pitää koko due diligence -selvityksen ytimenä (Gleich, Kierans & Hasselbach, 2018, s. 23). Taloudellisen due diligencen sisältö ja laajuus riippuvat yrityskaupan luonteesta, ostajan ennakkotiedoista, motiiveista sekä prosessin ajankohdasta. Luvussa tarkastellaan yksityiskohtaisesti taloudellisen

ennakkotarkastuksen vaiheita ja yleisimpiä tarkastuksessa esiin nousevia havaintoja. Lisäksi perehdytään taloudellisen due diligence -selvityksen tarkastajiin ja raportointiin ja summataan data-analytiikan käytön hyötyjä.

Neljännessä luvussa tutkitaan taloudellisen due diligencen vaikutuksia ostajan päätöksentekoon, yrityksen arvonmääritysmenetelmiin sekä yrityskaupan onnistumiseen. Lisäksi arvioidaan, millaisia vaikutuksia tarkastuksessa löydettyillä havainnoilla voi olla esimerkiksi kauppahintaan tai kaupan ehtoihin. Merkittävimmät syyt yrityskauppojen epäonnistumiselle ovat se, ettei ostaja ole tutustunut kaupan kohteeseen riittävän huolellisesti, sekä se, ettei hän ole arvioinut kaupan yhteisvaikutuksia eli synergioita oikein. Vaikka taloudellisella due diligence -prosessilla ei voida poistaa kaikkia oston tai yritysjärjestelyyn liittyviä taloudellisia riskejä, huolellisella selvitystyöllä pystytään varautumaan riskeihin ja ottamaan ne huomioon päätöksenteossa ja neuvotteluissa. Prosessi tasapainottaa ostajan ja myyjän välistä informaation epäsymmetriaa ja tarjoaa ostajalle neuvotteluetuja. Taloudellisen ennakkotarkastuksen avulla ostaja on tietoisempi yrityskauppaan liittyvistä riskeistä ja yrityskaupan tuomista mahdollisuuksista liiketoiminnalle. Kandidaatintutkielman päättää yhteenveto, jossa kootaan yhteen työn keskeisimmät löydökset sekä tarkastellaan mahdollisia jatkotutkimusaiheita.

2 DUE DILIGENCE

2.1 Due diligence -prosessin tarkoitus

Yrityskauppojen määrä on kasvanut Suomessa euroalueen velkakriisin jälkeen aina vuoden 2020 kevääseen saakka (PwC, 2020). Vaikka jokainen yrityskauppa on uniikki, voidaan yrityskauppojen rakenteista löytää yhtäläisyyksiä. Yleensä yrityskauppaprosessi saa alkunsa, kun hankkijaosapuolen, eli ostavan yrityksen, johto määrittelee, mitä he ovat valmiita maksamaan kohdeyrityksestä. Tämän jälkeen yhtiö ilmoittaa ostoaikomuksestaan aiesopimuksella. Aiesopimuksen yhteyteen liitetään tavallisesti myös alustava ostotarjous. (Sisco, 2002.) Ennen aiesopimuksen allekirjoitusta hankkijaosapuolella on perinteisesti käytettävissään vain rajoitetusti kohdeyrityksen tietoja. Alustava kaupan kohteen ennakkotarkastus eli due diligence tehdäänkin usein pelkästään julkisen tiedon valossa. (Simonsen, 1997.) Aiesopimus ei kuitenkaan ole vielä sitova, vaan riippuu syvemmästä due diligence -prosessista, jossa tarkastetaan kohdeyritys kauttaaltaan. Mikäli due diligence tuo esiin havaintoja, jotka vaikuttavat yrityskaupan etenemiseen tai kauppahintaan, on ostajalla vielä mahdollisuus muuttaa lopullista tarjoustaan tai perua se kokonaan. (Sisco, 2002.)

Due diligence -selvityksen tarkoituksena on varmistua, että kaupan kohteeseen ja sen toimintaympäristöön liittyvät oletukset pitävät paikkaansa (Niemelä, Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svernas, Wilkman 2011, s. 50–53). Prosessissa suoritetaan myyjän antamien dokumenttien, sopimussuhteiden, toimintahistorian ja organisaatorakenteen oikeudellinen, taloudellinen ja strategien selvitys. Due diligence ei ole kuitenkaan ainoastaan tarkastus tai arviointiprosessi, vaan se on myös testi, jolla pyritään todentamaan, että myyjän antamat tiedot ovat oikeita ja todellisia. Prosessissa varmistutaan siitä, että kaupan kohde on todellisuudessaakin yhtä houkutteleva, kuin myyjä antaa ymmärtää. (Sherman & Hart, 2006, s. 63–64.)

Kaupan kohteen ennakkotarkastuksessa määritetään kohdeyrityksen kyky jatkaa toimintaansa sekä saavuttaa asetetut tavoitteet (Sisco, 2002). Prosessin laajuuteen ja syvyyteen puolestaan vaikuttavat osapuolten intressit. Mikäli kaupan toinen osapuoli on julkinen osakeyhtiö tai lähiaikoina listautuva yritys, on due diligence -prosessin huolellisuuteen kiinnitettävä erityistä huomiota. (Sherman & Hart, 2006, s. 63–64.)

Toisaalta tarkastuksen luonteen määrittelevät myös yrityskaupan tavoitteet. Mikäli kohdeyritys ostetaan jonkin sen omistaman resurssin vuoksi, on due diligence -prosessi pintapuolisempi kuin tilanteessa, jossa hankkijaosapuolen tavoitteena on kasvattaa omaa liiketoimintaansa. Toisin sanoen due diligence -prosessin huolellisuuteen ja tarkkuuteen vaikuttaa se, kuinka terve ja elinkelpoinen kohdeyrityksen tulee olla, jotta kaupan tavoitteet voivat täyttyä. (Koivu & Myllymäki, 1999.)

Kaupantekotapa vaikuttaa kaupan kohteen ennakkotarkastukseen. Mikäli kauppa suoritetaan neuvoteltuna myyntinä, on ostajalla yleensä käytettävissään enemmän aikaa due diligence -selvitykseen, laajemmat tiedot kohdeyrityksestä ja enemmän neuvotteluvaraa kauppahinnassa. Tarjouskilpailussa myyjän tavoitteena on saada kaupan kohteesta mahdollisimman korkea hinta. Tarjouskilpailu laskeekin ostajan neuvottelumahdollisuuksia kauppahintaan ja kaupan ehtoihin. (Miruna-Lucia, 2010.) Due diligence tulee ajoittaa niin, että raportoituja havaintoja tai riskejä voidaan käyttää neuvotteluvalltina kaupasta sopimisessa. Kun havaintoja hyödynnetään neuvotteluissa riittävästi, varmistutaan myös siitä, että kauppahinta vastaa kaupan kohteen todellista arvoa. Toisaalta Elinson ja Ruggeri (2008) huomauttavat, että markkinat ovat nykyään aktiiviset ja nopea päätöksentekokyky on kilpailuetu. Tällaisessa yrityskauppaympäristössä transaktioiden laadusta ja tehokkaasta due diligence -prosessista tulee entistä merkittävämpiä. Due diligencea voidaankin pitää työkaluna kilpailukyvyn parantamiseksi.

Simonsenin (1997) mukaan due diligence -prosessille voidaan nimetä kolme eri ajankohtaa, jotka vaikuttavat selvityksen laajuuteen. Ennakkotarkastus voidaan suorittaa aiesopimuksen jälkeen ennen kaupan solmimista, kauppakirjan allekirjoittamisen jälkeen ennen omistusoikeuden siirtymistä tai vasta kaupan solmimisen ja omistusoikeuden siirryttyä. Tavallisesti kaupan kohde ennakkotarkastetaan heti aiesopimuksen jälkeen. Kun ostajalle annetaan mahdollisuus tutustua kaupan kohteeseen ja tarkastaa se huolellisesti ennen kauppakirjan allekirjoittamista, kaupan kohde jakaa tietojaan normaalisti allekirjoitetun salassapitosopimuksen nojalla ja hankkijaosapuoli määrittelee due diligence -prosessin syvyyden. Prosessista saatuja tietoja hyödynnetään jo neuvotteluissa, ja niillä on suuri merkitys yrityskaupan onnistumiseen. Mikäli kauppakirja on kuitenkin

jo allekirjoitettu ennen varsinaista kaupan kohteen ennakkotarkastusta, due diligence voi ainoastaan olennaisilla havainnoilla vaikuttaa kauppaa koskeviin kysymyksiin. Käytännössä hankkijaosapuoli pystyy vaatimaan kauppahinnan muutosta. Havainnot tulisi selvittää ennen myyntipäivää, jolloin kohdeyritys siirtyy ostajalle.

Kolmas vaihtoehto liittyy yrityskauppoihin, joissa myyjä ei anna toteuttaa varsinaista due diligence -tarkastusta ennen kuin yritys on siirtynyt uudelle omistajalle. Ostaja suorittaa varsinaisen due diligence -prosessin siis vasta kaupanteon jälkeen. Mikäli kohdeyrityksen tiedoista löytyy virheitä, voi ostaja vaatia kauppahinnan alentamista tai korvauksia myyjäosapuolelta. (Simonsen, 1997.) Kaupan jälkeinen due diligence muistuttaakin eniten tilintarkastusta: se tähtää mahdollisten virheiden löytämiseen, myyjän antamien takuiden tarkastamiseen ja oikeellisuuden todentamiseen (Blomquist, Blummé & Simola, 1997, s. 12). Yleensä tämän kaltainen tilanne koskee yrityskauppoja kahden kilpailijan välillä, sillä horisontaalisessa yrityskaupassa ei haluta antaa arkaluonteisia liiketoimintaan ja strategiaan liittyviä tietoja kilpailijalle. Käytännössä due diligence -selvitys on aikaa vievä ja voi ajoittua edellä olevien pääryhmien lisäksi myös koko yrityskauppaprosessin ajalle. Mitä aiemmassa vaiheessa due diligence -selvitys tehdään, sitä suuremmat vaikutukset havainnoilla on kauppaan. (Simonsen, 1997.)

Niemelä ym. (2011, s. 50–53) huomauttavat, että due diligence suoritetaan hankkijaosapuolen päätöksenteon tueksi, ja sen havainnot käytetään hyväksi kohdeyrityksen arvonmäärittämisessä. Selvitystyön tuottamaa tietoa käytetään puolestaan apuna kaupan jälkeisessä haltuunotossa ja integraatiovaiheessa eli kaupan kohteen sulauttamisessa osaksi hankkijaosapuolen organisaatiota. Usein due diligencen havainnot hyödynnetään lisäksi sopimusneuvotteluissa ja kauppahinnasta sopimisessa. Kokonaisuutena due diligence -prosessin tärkein tavoite on varmistua siitä, että yritysjärjestelyllä voidaan saavuttaa sille asetetut tavoitteet.

2.2 Due diligence -prosessin vaiheet

Due diligencen tehtävänä on määritellä, mihin kaupan kohteen arvo perustuu, onko kauppahinta sopiva ja onko ostaja kykenevä hyödyntämään kohteen potentiaalia myös tulevaisuudessa. Kaupan kohteen ennakkotarkastuksen avulla ostaja arvioi, kuinka

paljon on enimmillään valmis maksamaan kaupan kohteesta. (Gleich ym., 2018, s. 35–36.) Selvityksessä identifioidaan kohdeyritykseen sekä yrityskauppaan liittyvät riskit, vastuut, jatkuvat taloudelliset vaatimukset sekä mahdolliset synergiat (Sisco, 2002).

Miettisen (2012) mukaan due diligence -prosessi alkaa, kun ostaja tilaa toimeksiannon kaupan kohteen ennakkotarkastuksesta yleensä ennen lopullista yrityskaupan solmimista. Ostaja on voinut tehdä ostettavasta kohteesta alustavan hintatarjouksen, joka on perustunut myyjän tai muun ulkopuolisen tahon antamiin tietoihin. Ennen lopullista kaupantekoa tarkastetaan, että saadut tiedot vastaavat ostokohdetta, arvioidaan olemassa olevat ja tulevat riskit sekä saadaan tietoa kohdeyrityksen hallinnosta. Eri due diligencen osa-alueita ovat muun muassa taloudellinen, hallinnollinen, laillinen, liiketoiminnallinen, strateginen ja kulttuurillinen due diligence. Kaikkia osa-alueita yhdistää kuitenkin kaksi kysymystä: mikä on tarkasteltavan osa-alueen merkitys ostokohteelle, ja mikä on sen riskit huomioiva arvo?

Due diligence -tarkastukseen ei ole olemassa yleisiä normeja, joten kirjallinen sopimus toimeksiannosta on perusteltua. Sopimuksesta tulisi käydä ilmi toimeksiannon osapuolet, tarkoitukset ja tavoitteet sekä sen laajuus ja sisältö. Usein toimeksiantosopimuksen sisältö ilmoitetaan tehtävälistana, ja sen laajuus voi vaihdella riippuen tavoitteista, maasta, kaupan kohteen tunnettavuudesta ostajalle, yrityskaupan vaiheesta sekä myyjän halukkuudesta antaa informaatiota. Tavallisesti sopimukseen kirjataan toimeksiantoon liittyvät rajoitukset, tieto informaation saatavuudesta ja salassapitosopimukset. Salassapitosopimuksesta merkataan, kenelle se on tehty, ketä se sitoo ja ketkä ovat mukana due diligence -prosessissa. Lisäksi ennakkotarkastuksen raportoinnista, aikataulusta ja kustannusarviosta sovitaan jo toimeksiantovaiheessa. Mikäli due diligence -prosessissa käytetään ulkopuolisia konsultteja, juristeja tai tilintarkastajia, tulisi kaikilla asiantuntijoilla on selkeä kuva siitä, millaisia odotuksia hankkijaosapuolella on. (Blomquist, Blummé, Lumme, Pitkänen & Simonsen, 2001, s. 39–42.)

Alustavassa due diligence -vaiheessa arvioidaan yrityskaupan mahdolliset edut sekä tarkastetaan julkisesti saatavilla olevat tiedot kohdeyrityksestä. Mikäli kaupan kohde

on julkisesti noteerattu pörssiyhtiö, käytetään alustavassa selvityksessä muun muassa tilinpäätöstietoja sekä yrityksen vuosikatsauksia. On myös mahdollista hyödyntää ulkopuolisista lähteistä saatavia tietoja, kuten analytiikkoraportteja, toimialan trendianalyysseja, ammattilehtiä, tuote-esitteitä ja verkkosivuilta saatavia tietoja. (Savović & Pokrajčić, 2013.)

Varsinainen due diligence -tarkastus katsotaan yleensä alkavaksi, kun osapuolet aloittavat neuvottelut ja allekirjoittavat salassapitosopimukset. Tavoitteena on hankkia ja arvioida kohdeyritystä koskevia yksityisiä tietoja suhteessa siihen, toteutuuko kauppa ja millaisilla ehdoilla. Tarkastuksessa käytettäviltä tiedoilta edellytetäänkin objektiivisuutta, luotettavuutta ja sitä, että ne ovat yrityskaupan kannalta olennaisia. (Savović & Pokrajčić, 2013; Blomquist ym., 1997, s. 53.) Aineistoa kerätään, analysoidaan ja raportoidaan ostajalle säännöllisesti. Aineistona käytetään julkisia lähteitä, kysymyslistoihin saatuja vastauksia sekä johdon haastatteluita. Johdon antamat haastattelut ovat tärkeä osa saadun aineiston analysointia. Tilintarkastajat perehtyvät kaupan kohteen taloudellisiin tietoihin, ja juristit pyrkivät kartoittamaan taseen ulkopuoliset vastuut ja arvioimaan niiden vaikutuksia yrityskaupalle. Kirjallinen due diligence -raportti koostuu usein laajemmasta raportista sekä parin sivun yhteenvetoraportista, missä pureudutaan tärkeimpiin ennakkotarkastuksen osoittamiin havaintoihin. Raportin tulee sisältää ne havainnot, jotka voivat purkaa kaupan tai vaikuttaa sen hintaan, rakenteeseen tai suoraan kauppakirjoihin. (Simonsen, 1997.)

Jo due diligencen aikana osapuolet tapaavat ja keskustelevat tarkastuksessa ilmenneistä havainnoista, joilla on vaikutuksia kaupan toteutumiseen tai kauppahintaan (Sisco, 2002). Mikäli tarpeellista, due diligence -kierroksia voi olla useita. Kierroksilla voidaan esittää seurantaan liittyviä kysymyksiä tai tarkentavia lisäkysymyksiä. (Sherman & Hart, 2006, s. 68.) Kun kauppakirja on allekirjoitettu, aloitetaan transaktioiden due diligence -vaihe, missä yritys edelleen hankkii yksityistä tietoa kohdeyrityksestä ja tarkastaa saatujen tietojen oikeellisuuden. Prosessi tarjoaa ostajalle viimeisen mahdollisuuden tarkastaa kaupan kohde ennen omistusoikeuden siirtymistä. Kun transaktioiden due diligence päättyy, yhtiö omistaa kaupan kohteen ja sen määräysvallan. (Savović & Pokrajčić, 2013.)

3 TALOUDELLINEN DUE DILIGENCE

Due diligence jaetaan usein kolmeen eri osa-alueeseen: taloudelliseen, operatiiviseen ja strategiseen due diligenceen. Operatiivisessa osa-alueessa tarkastetaan ja arvioidaan kaikki kohdeyrityksen toiminnot, kuten tuotanto, toimitusketjut sekä jakelu. Operatiivisen due diligencen tarkoituksena on analysoida kohdeyrityksen kustannusten muodostumista sekä kohdeyrityksen toimintamalleja. Strateginen due diligence puolestaan kattaa kohdeyrityksen strategian ja strategisen suunnittelun. Strategisesta due diligencesta käytetään tavallisesti termiä kaupallinen due diligence tai kaupallinen arviointi, sillä siinä tarkastetaan myös kohdeyrityksen toimintaympäristö kaupallisesta näkökulmasta. (Bäck ym., 2009, s. 100–101; Rosenbloom, 2002, s. 14.) Tässä tutkielmassa keskitytään ainoastaan taloudelliseen kaupan kohteen ennakkotarkastukseen, jossa tarkastetaan kohdeyrityksen taloudelliset tiedot. Wexler ja Connor (2007) käyttävät taloudellisessa due diligencessä yrityksen historiatietoja ennusteiden luontiin ja kaupan kohteen kannattavuuden arviointiin. Oikein tehtynä ja riittävää huolellisuutta noudattaen taloudellinen due diligence voi erotella kannattavat kohteet kannattamattomista. Se voi lisäksi toimia riskienhallintavälineenä läpi yrityskauppaprosessin aina integraatiovaiheeseen asti.

Taloudellinen due diligence arvioi kaupan kohteen historiallisen, nykyisen ja ennakoidun taloudellisen aseman, tulostilanteen, budjetit ja liiketoimintasuunnitelmat. Prosessissa määritellään lisäksi se, mihin taloudellisiin seikkoihin kaupan kohteen arvo perustuu ja ovatko ostajan antamat tiedot tavoitteista, odotuksista ja ennusteista realistisia ja todellisia. Taloudellisessa ennakkotarkastuksessa voidaan käyttää arvioinnin apuna myös analyysjä tilinpäätöksistä, johdon raportteja sekä saatuja henkilökohtaisia selvityksiä. (Gleich ym., 2018, s. 22–48.) Havaintoja käytetään hyväksi arvioitaessa liiketoimintaa ja muodostettaessa kokonaiskuvaa siitä, kannattaako kauppaa yhä viedä eteenpäin. Saatuja havaintoja käytetään apuna myös neuvotteluissa sekä yrityskaupan suunnittelussa ja toteutuksessa. (Savović & Pokrajčić, 2013.)

Huolellisella taloudellisella due diligence -selvityksellä vähennetään tiedon epäsymmetriaa ostajan ja myyjän välillä ja varmistetaan, että ostaja tuntee riittävän hyvin kaupan kohteen taloudelliset riskit sekä taloudellisen tilanteen. Näin vältetään

epämiellyttäviltä yllätyksiltä kauppojen edetessä ja kohteen sulauttamisessa osaksi ostajan organisaatiota. (Gleich ym., 2018, s. 10–22.) Kauppaneuvotteluiden kannalta oleellisinta on, että varmistutaan kauppahinnan perustuvan oikeisiin historiatietoihin. Taloudellisessa kaupan kohteen ennakkotarkastuksessa tuodaan lisäksi ilmi tehtyihin päätöksiin ja ratkaisuihin liittyviä riskejä ja varmistutaan siitä, että myyjän antamat taloudelliset tiedot ja raportit ovat keskenään vertailukelpoisia. (Miettinen, 2012.) Esimerkiksi tilinpäätöksiin voidaan joutua tekemään oikaisuja, jotta eri vuosien tilinpäätöstiedot ovat keskenään vertailukelpoisia.

Kuten kaikissa due diligence -osa-alueissa, myös taloudellisessa due diligencessä tulee muistaa dynaamisuus. Tarkastusprosessin ei tulisi olla vain hetkellinen läpileikkaus kaupan kohteen taloudellisesta tilasta, vaan selvityksen tulisi huomioida tulevaisuus. Muuttuva liiketoimintaympäristö voi aiheuttaa yllättäviäkin ongelmia, jotka ilmenevät vasta kaupanteon jälkeisessä integraatiossa. Gleich ym. (2018, s. 48) huomauttavat, että taloudellisessa due diligencessä huomio on usein aineellisessa, ei aineettomassa, osassa yrityksen arvostusta. Jotta yrityksen todellinen arvo voitaisiin määrittää due diligencen pohjalta, tulee taloudellisen due diligence -selvityksen ohella määrittää myös yrityksen aineettomat hyödykkeet ja niiden arvo yritykselle. Esimerkiksi markkinoinnin due diligence ottaa aineettomat hyödykkeet huomioon ja täydentää taloudellisen ennakkotarkastuksen luotettavuutta ja oikeellisuutta.

3.1 Kuka taloudellisen due diligencen suorittaa?

Yritysjärjestely ja due diligence -prosessi ovat monen asiantuntijan suorittamaa tiivistä yhteistyötä: taloudellisen due diligencen suorittavat tilintarkastajat, sisäiset tarkastajat tai useimmiten molemmat yhteistyössä (Immonen, 2008, s. 29; Koivu & Myllymäki, 1999). Tavallisesti ostajan resurssit eivät riitä kaikkien due diligence -osa-alueiden tarkastamiseen, vaan joudutaan hankkimaan ulkopuolisia konsultteja, kuten kirjanpitäjiä, veroneuvoja ja juristeja yrityskaupan läpiviemiseksi (Gleich ym., 2018, s. 23; Simonsen, 1997). Tilintarkastaja voikin olla hankkijaosapuolen oma tai ulkopuolinen konsultti. Koska due diligence kestää parista viikosta kuukausiin riippuen yrityksen koosta, toimintojen monimutkaisuudesta ja maantieteellisestä levinneisyydestä, on sisäinen tarkastaja usein paras operatiivisten asioiden ja liiketoiminnan erityispiirteiden selvittelyssä. Toisaalta laillisuusvelvoitteiden

täyttämiseksi voidaan tarvita myös viranomaislupia ja -tiedotteita, jolloin tarkastusryhmään tulisi sitoa alan asiantuntijoita. (Koivu & Myllymäki, 1999.)

Asianajajat ja tilintarkastajat voivat toimia sekä asiantuntijoina että neuvonantajina, mutta erityisesti maan rajat ylittävissä yrityskaupoissa heidän roolinsa merkitys kasvaa; mitä enemmän kulttuurieroja kauppaan liittyy, sitä enemmän kompastuskiviä taloudellisessa due diligence -prosessissa on. Prosessiin tulee lisäksi osallistua kohdemaassa toimiva tilintarkastaja ja paikallinen juristi. Näin lievennetään esimerkiksi lainsäädännön ja kirjanpitomenetelmien eroista johtuvia riskejä. (Blomquist ym., 2001, s. 35–37; Koivu & Myllymäki, 1999.)

Due diligence -prosessilla tulisi olla vetäjä, joka on vastuussa koko prosessin läpiviennistä. Selvitystyöhön tulee myös sisällyttää henkilöitä, jotka ovat vastuussa yrityskaupan onnistumisesta ja huolehtivat yrityskaupan integraatiovaiheesta. Yhteistyö ja tiedonjako ryhmien kesken on oltava avointa ja välitöntä. (Elinson & Ruggeri, 2008; Sherman & Hart, 2006, s. 63–64). Simonsenin (1997) mukaan on due diligence -selvitystä tekevän ryhmän kannalta tärkeää, että osapuolet välttävät prosessissa päällekkäisyyksiä ja tietoa jaetaan oikea-aikaisesti ja tehokkaasti. Taloudellinen due diligence vaatii siis tilintarkastajan ja juristin saumatonta yhteistyötä ja tiivistä yhteydenpitoa.

Ryhmän sisäinen työnjako voi vaihdella riippuen halutuista tavoista ja totutuista käytännöistä. Perinteisesti jokainen asiantuntija keskittyy omaan ydinosaamiseen, ja taloudellisen due diligencen suorittaa kirjanpitäjä tai tilintarkastaja. Toisaalta taloudelliseen due diligence -ryhmään voidaan koota myös monialainen osallistujajoukko, joka koostuu usean alan asiantuntijoista ja osaajista. Tällöin ryhmä perehtyy järjestyksessä kohdeyrityksen arvonmäärityksen kannalta tärkeimpiin asioihin. Käytännössä ennakkotarkastus tarjoaa silloin nopeammin oleellisia havaintoja. (Elinson & Ruggeri, 2008.) Esimerkiksi taloudellisen due diligencen osalta ensimmäisenä tarkastettaisiin tilinpäätöksen tase-erät ja tulostiedot. Elinson ja Ruggeri (2008) kuitenkin huomauttavat, että edellä kuvatussa lähestymistavassa jokin osa-alue saattaa jäädä vaille riittävää huomioita. Silloin haasteena on, ettei taloudellisia riskejä pystytä arvioimaan tosiasiallisesti ja oikein. Yrityskaupan

läpivienti kuitenkin nopeutuu, kun prosessi ja käytettävät resurssit priorisoidaan tärkeimpiin riskialueisiin ja suurimpiin arvoon vaikuttaviin tekijöihin.

Vaihtoehtoisesti taloudellisen kaupan kohteen ennakkotarkastuksen osa-alueet voidaan jakaa ryhmän sisäisten asiantuntijoiden ja ulkoisten konsulttien osaamisen mukaan (Gleich ym., 2018, s. 23). Kirjanpitäjien ja juristien ohella niin ikään ostavan yrityksen osastajohtajien tulisi perehtyä osaston mukaisesti tiettyyn due diligence -osa-alueeseen. Osastajohtajilla on suuremmat tarpeet hoitaa prosessi mahdollisimman huolellisesti sekä perehtyä ongelmakohtiin, riskeihin ja mahdollisuuksiin syvemmin, mikäli he ovat myös vastuussa ostokohteen sulauttamisesta osaksi organisaatiota. (Sisco, 2002.) Esimerkiksi talousjohtajan tulisi kuulua osaksi taloudellista due diligence -selvitystä (Sherman & Hart, 2006, s. 68), jolloin hän voi jo selvitystyön aikana suunnitella tulevaa transaktiota ja integraatioprosessia sekä arvioida yritysoston jälkeisiä kustannuksia. Tarkastajan tehtävänä on ymmärtää kohdeyrityksen liiketoimintaa ja tavoitteena on tuntea ostettava yritys yhtä hyvin kuin omansa (Sisco, 2002; Helsell, 1999).

3.2 Taloudellisen due diligencen yleisimmät kysymykset

Blomquist ym. (2001, s. 44–45) kertovat, että taloudelliseen due diligence -selvitykseen liittyvät yleisimmät kysymykset koskevat kohdeyrityksen toiminnan vahvuuksia ja heikkouksia. Taloudellisen ennakkotarkastuksen kannalta on kriittistä arvioida, millaiset kohdeyrityksen taloushallinto ja organisaatio ovat. Lisäksi tulee tarkastaa, onko kohdeyritys noudattanut yleisiä kirjanpitoperiaatteita ja onko taloudellinen raportointi ollut täsmällistä ja ajantasaista. Selvityksessä tulee arvioida johdon raportointijärjestelmät: onko yrityksen johto tietoinen liiketoiminnan tilasta ja tulevaisuudesta, ja mitä käytettävät järjestelmät todellisuudessa mittaavat? Myyjän antamien tietojen osalta selvityksessä tarkastetaan annettujen tietojen luotettavuus sekä taloudellisen informaation, kuten ennusteiden, tuloskehityksen ja kannattavuustrendien, epävarmuus. Usein maan rajat ylittävissä yrityskaupoissa kaupan kohteen yritysjohto herättää kysymyksiä, kuten millainen tausta, kokemus ja maine johdolla on, ja liittyykö johdon henkilöihin intressiristiriitoja?

Yleisimpiä taloudellisessa due diligencessä esiin tulevia riskejä ovat vääristymät varaston arvossa, mikä voi johtua varaston aliarvostuksesta maksettavien verojen laskemiseksi tai yliarvostuksesta tulospaineiden vuoksi. Myös pysyvien vastaavien arvostukseen liittyy riskejä, kuten onko yrityksen kiinteä omaisuus vanhentunutta, rikkoutunutta tai onko arvonalennukset kirjattu. Kohdeyrityksen taloudelliset tiedot voivat olla lisäksi kaunisteltuja (dressed up), jotta kohdeyritys vaikuttaisi houkuttelevammalta ostokohteelta mitä todellisuudessa on. Kaunistelulla parannetaan keinotekoisesti kohdeyrityksen taloudellista tilaa ja informaatiota. Kaunistelun keinoja ovat hyvän kirjanpitotavan vastaiset toimet, kuten tuottojen ennaikainen tulouttaminen, erilaisten tuotekehityskustannusten ja ylläpitoinvestointien lykkääminen ja luottotappioiden kirjaamatta jättäminen. (Blomquist ym., 2001, s. 54–55.) Usein menettelytapojen erot kirjanpidossa viestivät riskistä, että yritys on tai on ollut taloudellisissa vaikeuksissa (Koivu & Myllymäki, 1999).

Kirjaamattomat velat ja vastuut, heikkotasoinen taloudellinen ohjaus ja raportointi, tulevaisuuden huomattavat investointi- ja rahoitustarpeet sekä ulkomaan toiminnot ovat yleisiä riskejä, jotka voivat selvitä taloudellisessa due diligence-selvityksessä. Kirjaamattomia velkoja ja vastuita ovat muun muassa hyvitykset, asiakkaille annetut alennukset sekä reklamaatiot. Taloudellisen ohjauksen ja kontrollin osalta kohdeyrityksen hinnoitteluprosessista löydetään tavallisesti riskitekijöitä. Muita riskitekijöitä voivat olla esimerkiksi kustannuslaskennan heikkous tai kehittymättömät budjointiprosessit ja seurantajärjestelmät. (Blomquist ym., 2001, s. 56–57.) Yleensä pk-sektorilla haasteeksi ilmenee, ettei kohdeyrityksellä ole toimittavaa taloudellisen tiedon analysointiin riittävästi aineistoa (Miettinen, 2012).

Blomquistin ym. (2001, s. 56–57) mukaan tulevaisuuden investointi- ja rahoitustarpeet ovat tietoja, jotka eivät ilmene suoraa taloudellisesta informaatiosta ja tilinpäätöksistä, vaan niiden havaitsemiseksi tulee prosessissa haastatella yrityksen johtoa ja tutustua liiketoimintaan tarkasti. Ulkomaan toiminnot koetaan perinteisesti riskialttiiksi, sillä laskentakäytäntöjen ja -periaatteiden erot voivat aiheuttaa heikkolaatuista taloudellista informaatiota. Muita verotuksellisia riskejä ovat erityisesti pienissä yrityksissä yksityisten ja yrityksen menojen sekoittuminen, mikä osaltaan vaikeuttaa taloudellisen informaation analysointia. Lisäksi verotuksellisesti epävarmat tapahtumat sekä muut

epätavalliset tapahtumat ja erät, kuten varallisuuserien myynti, ovat usein merkki toimesta, joka voi vaikuttaa yrityskaupan onnistumiseen.

3.3 Taloudellisen due diligencen vaiheet

Taloudellista due diligencea voidaan pitää koko due diligence -prosessin ytimenä. Siinä analysoidaan kohteen tilinpäätöstiedot, liiketoimintasuunnitelma sekä johdon antamat raportit ja haastattelut. Taloudellinen due diligence perustuu vuosikertomuksiin, tilinpäätöstiethin, kohdeyrityksen antamiin sisäisen laskentatoimen tietoihin sekä talousarvioon. Taloudellisen tilanteen arviointi koostuu yleensä kolmen edellisen vuoden tilinpäätöksistä. Lisäksi taloudellisen tilan arviointiin kuuluu analyysi kassavirroista, minkä pohjalta arvioidaan muun muassa lainojen takaisinmaksukykyä sekä kassavirtaennusteita. (Gleich ym., 2018, s. 23.) Selvityksessä luodaan katsaus yrityksen taloudelliseen nykytilaan ja selvitetään ilmenneiden havaintojen avulla mahdollisia puutteita ja riskejä (Blomquist ym., 1997, s. 23).

Taloudellisen ennakkotarkastuksen painopisteet ja laajuus riippuvat yrityskaupan luonteesta, jonka vuoksi prosessin tarkka sisällön määrittely on vaikeaa (Blomquist ym., 2001, s. 51). Usein taloudellisessa due diligencessä käytetään apuna standardoituja listoja, mistä selviää tarkastettavat asiat. Listat voivat olla hyödyllisiä, jotta varmistutaan kaikkien osa-alueiden kattavasta tarkastuksesta. Listoja tulee kuitenkin aina yksilöidä kaupan kohteen sekä toimialan tarpeiden mukaisesti. (Gleich ym., 2018, s. 23.) Tavallisesti taloudellisessa kaupan kohteen ennakkotarkastuksessa tarkastetaan ja analysoidaan kohteen tilinpäätösinformaatio, muu taloudellinen informaatio sekä verotus, mikäli sitä ei ole erotettu omaksi osa-alueekseen due diligence -selvityksessä. Toisinaan taloudellinen due diligence voidaan laajentaa koskemaan myös operatiivisia asioita, henkilöstöasioita, informaatioteknologisia asioita sekä ympäristöasioita. (Blomquist ym., 2001, s. 53–54.) Kandidaatintutkielmassa tarkasteltavia taloudellisen due diligencen vaiheita ovat: taustatietojen selvitys ja toimiala-analyysi, taloudellisen tiedon analysointi, raportointijärjestelmien ja sisäisen kontrollin arviointi, verotuksen ja henkilöstön arviointi sekä tuotteiden, tuotannon ja tuotekehityksen analysointi. Lisäksi tutkielmassa perehdytään tarkemmin synergioiden arviointiin.

3.3.1 Taustatietojen selvitys ja toimiala-analyysi

Blomquist ym. (1997, s. 55–59) huomauttavat, että taloudellinen due diligence alkaa kaupan kohteen taustatietojen selvityksestä, missä pureudutaan kaupan kohteen perustietoihin, kuten toimialaan, toimipisteisiin, kaupparekisteriotteisiin ja yhtiöjärjestykseen. Taustatietojen osalta selvitetään lisäksi yrityksen omistussuhteet, hallinto, syy myynnille, kehityskohteet ja yrityksen asema. Omistussuhteista tarkastetaan merkittävimmät tiedot kohdeyrityksen omistajista, omistusosuuksista sekä oman pääoman muutoksista. Myös yrityksen osingonjakopolitiikka, osakeannit ja osakassopimukset otetaan huomioon. Yhtiön hallinnon ja ulkopuolisten asiantuntijoiden osalta selvitetään mahdolliset muutokset esimerkiksi hallituksen jäsenissä, tilintarkastajissa, juristeissa tai rahoittajissa. Samoin yritysjohto, sen maine sekä bonus- ja optiosopimukset tarkastetaan.

Taloudelliseen due diligence -raporttiin liitetään osaksi kuvaus yhtiön historiasta, toiminnasta, mahdollisista kehityskohteista, toimialasta ja asemasta. Toiminnan kuvaus kattaa usein lyhyesti tietoa yrityksen organisaatorakenteesta, tuotannosta, tuotteista, tuotekehityksestä, markkinoinnista, myynnistä sekä asemasta markkinoilla. Kehityskohteiden ja toimialan osalta selvitetään toimialan trendit, yleinen kilpailutilanne sekä yrityksen tavoitteet ja strategia. Tietoa saadaan myyjän antamista historiatiedoista, budjeteista, ennusteista ja päätöksistä. Toisaalta johdon haastatteluilla on suuri merkitys taustatietojen kartoittamisessa. Ostajan näkökulmasta on lisäksi tärkeää tietää, onko yritys ollut aikaisemmin myynnissä, ja ovatko edelliset yrityskaupat epäonnistuneet ja mistä syystä. (Blomquist ym., 1997, s. 55–59.)

Taloudelliseen due diligence -selvitykseen kuuluu toimiala-analyysi, jossa selvitetään kohdeyrityksen toimialan rakenne. Merkittäviä asioita ovat muun muassa, onko toimiala keskittynyt, ketkä ovat alan suurimpia toimijoita ja millaisia strategioita ja markkinaosuuksia näillä on. Myös toimialan trendit, yrityskauppojen määrä ja yritysten poistuma toimialalta on hyvä selvittää. Due diligence -selvityksessä on huomattava, mikäli toimialalle siirtymiseen tai kohdeyrityksen hankintaan liittyy mahdollisia esteitä tai sääntelyä, kuten viranomaislupia. Muita merkittäviä seikkoja ovat toimialan kasvun, kilpailutilanteen ja potentiaalin arviointi. Esimerkiksi markkinan koon, trendien ja teknologian innovatiivisuuden avulla arvioidaan, onko

toimiala kasvamassa, mihin suuntaan ja kuinka nopeasti. Kilpailutilanteen ja toimialan potentiaalin osalta tulee huomioida tärkeimmät kilpailijat, mahdolliset yhteistyöt sekä kohdeyrityksen asiakaskunnan rakenne. (Blomquist ym., 1997, s. 59–61.) Mikäli kohdeyrityksen liiketoiminta on riippuvaista vain muutamasta asiakkaasta tai toimijasta, voi asiakkuuksien säilymisellä olla iso merkitys yrityskaupan onnistumiselle.

3.3.2 Taloudellisen tiedon analysointi

Taloudellista historiatietoa hankitaan tavallisesti edelliseltä kolmelta vuodelta, mutta joissain tapauksissa tietoa voidaan tarkastaa edellisen viiden vuoden ajalta. Taloudellisen tilanteen analysoinnissa käytetään tilinpäätös- ja kirjanpitoaineistoja, raportteja, saatuja tietoja kohdeyrityksen strategiasta, kuluvaan vuoteen budjettia sekä viimeisimpiä ennusteita sekä toimiala-analyysseja. Niiden pohjalta tarkastaja laatii tulosanalyysin, käy läpi tase-erät, taseen ulkopuoliset vastuut sekä ennusteet. (Blomquist ym., 1997, s. 61–75.) Koivu ja Myllymäki (1999) osoittavat, että saatuaan tietoon tulee suhtautua objektiivisesti, eikä ennakkokäsityksiä tule luoda ennakkotietojen tai -luulojen perusteella. Taloudellinen due diligence ei tutki vain lukuja, vaan sitä, miten niihin on päästy, mitkä ovat muutosten syyt ja ovatko annetut tiedot oikeita. Kvantitatiivisen datan analysoinnissa käytetään hyödyksi myös laadullisia menetelmiä, kuten johdon haastatteluita.

Yrityskaupassa tilinpäätösanalyysin tavoitteena on selvittää, miten yritys on saavuttanut nykyisen taloudelliseen tilanteeseensa. Sen avulla arvioidaan kannattavuutta ja yrityksen rahoitus- ja varallisuusasemaa. Usein analyysien teko vaatii listaamattomien yritysten osalta oikaisuja tuloslaskelmaan ja taseeseen. Perinteinen tilinpäätösanalyysi pyrkii oikaisemaan tarkastettavat tuloslaskelmat ja tase-erät mahdollisimman vertailukelpoisiksi ajan ja toimialan muiden yritysten suhteen. Oikaisujen ja analyysin avulla voidaan arvioida puhdas operationaalinen kassavirta, jota käytetään apuna kaupan kohteen arvonmäärittämisessä sekä kauppahinnasta sopimisessa. (Niemelä ym., 2011, s. 83–86.) Kirjanpitokäytänteissä voi olla myös kansallisia eroja, jotka tulee huomioida maan rajat ylittävissä yrityskaupoissa. Kannattavuuden lopullisessa arvioinnissa otetaan huomioon kohdeyrityksen johdon näkemykset sekä raportit. (Gleich ym., 2018, s. 23.)

Tulosanalyysissä tarkastetaan yrityksen myynnin ja tuloksen kehitys ja arvioidaan kehityksen syyt sekä seuraukset. Analyysissä käytetään apuna välitilinpäätöstä, mikäli uusimmasta tilinpäätöksestä on jo aikaa. Sen tarkoituksen on erottaa satunnaiset erät ja identifioida tilitapahtumat, joiden ei odoteta enää toistuvan. Tulosanalyysin avulla selvitetään, mikä on vuosittaisen tuloksen vaihtelu ja onko yritys siirtänyt mahdollisesti kuluja tuleville tilikausille. Tavoitteena analyysillä on luoda tilikausien kesken vertailukelpoinen tulos, jonka pohjalta arvioidaan liiketoiminnan kannattavuutta suhteessa kohdeyrityksen myyntiin ja liikevaihtoon. Tuloksen kannalta on tärkeää huomata, mikäli kohdeyritys on kulujen ja tuottojen osalta riippuvainen muista konsernin yhtiöistä. (Blomquist ym., 1997, s. 59 ja 62–63; Blomquist ym., 2001, s. 62.) Erityisen haastavia taloudellisen tilanteen analysoinnissa ovat siirtohinnoittelu konserniin kuuluvien yhtiöiden välillä. Normalisoidun tuloksen (standalone profit) avulla pyritään arvioimaan yksittäisen liiketoimintayksikön taloudellista kannattavuutta niin kuin se olisi yksin toimeen tuleva kokonaisuus (Miettinen, 2012).

Taloudellisen due diligencen tärkeä osa on kohdeyrityksen tase-erien läpikäynti. Blomquistin ym. (1997, s. 63–66) mukaan tase-erät tarkastetaan viimeisimmästä tilinpäätöksestä tai tarvittaessa niin kutsutusta täydellisestä kuukausitilinpäätöksestä, mikäli virallisesta tilinpäätöksestä on aikaa. Kaupan kohteen ennakkotarkastuksen kannalta tärkeimpiä eriä ovat kassavarat, saamiset, sijoitukset, vaihto-omaisuus, käyttöomaisuus sekä lyhytaikaiset ja pitkäaikaiset velat. Lisäksi osakepääoma ja kirjaamattomat velat tulee tarkastaa. Erityisesti pankkitilien keskisaldo ja vaihtelut tilinkauden aikana sekä luottotappiot ovat taloudellisen aseman kannalta kriittisiä. Taloudellisessa ennakkotarkastuksessa tulee lisäksi analysoida luottotappioiden ja saamisten määrää suhteessa kohdeyrityksen myynteihin ja toimintatapoihin. Myös muut saamiset ja niiden arvostus tilinpäätöksessä tarkastetaan. Tarvittaessa kaupan ehdoissa on hyvä neuvotella siitä, kuuluvatko myyntisaamiset ostettavaan liiketoimintaan. Sijoitusten osalta arvonmääritys on kriittinen: mikä on sijoitusten kirjanpitoarvo suhteessa markkinahintaan ja tuottoon?

Vaihto-omaisuuden osalta lähes kaikissa due diligence -selvityksissä suoritetaan varaston fyysinen laskenta varastotietojen varmistamiseksi. Taloudellisen ennakkotarkastuksen kannalta on lisäksi tärkeää, että vaihto-omaisuuden erittelyt ja

arvostusmenetelmät ovat selkeästi kerrottu. Koska arvostustapoja on useita ja erot ovat sekä kansallisia että kansainvälisiä, tulee selvityksessä kiinnittää erityistä huomiota, mihin vaihto-omaisuuden arvo perustuu ja onko arvo määritetty oikein. Käytännössä vaihto-omaisuuden arvostuksen vuoksi tehdään usein korjauksia kauppahintaan. Käyttöomaisuuden osalta taloudellisessa kaupan kohteen ennakkotarkastuksessa arvioidaan maa-alueiden hankintahinta suhteessa markkina-arvoon sekä mahdolliset rasitteet ja velvoitteet, kuten kiinnitykset ja maanvuokraoikeudet. Rakennusten ja koneiden ja kaluston osalta tulee due diligence -raportissa analysoida merkittävimmät investoinnit, kapasiteettiasteet, huolto- ja korjauskustannukset sekä poistot. (Blomquist ym., 1997, s. 66–69.) Taloudellisessa due diligencessä pyritään omaisuuden osalta löytämään mahdollisia riskejä liiketoiminnan jatkuvuudelle ja toisaalta arvioimaan mahdollisuuksia kehittää kannattavuutta entisestään.

Blomquist ym. (1997, s. 70–72) esittävät, että lyhytaikaisten velkojen osalta tulee tarkastaa ostotoiminta, kuten mitä ja kuinka paljon on ostettu kuluvana ja edellisenä vuonna. Lisäksi taloudellisessa due diligencessä selvitetään, millaisia sopimuksia kohdeyrityksellä on eri toimijoiden kanssa, esimerkiksi onko tällä yhteistyökumppaneita tai pitkäaikaisia hankintasopimuksia. Integraatiovaiheen kannalta on tärkeää huomata, mikäli yritys on sopinut esimerkiksi tietyistä vähimmäisostomääristä kumppaneidensa kanssa. Pitkäaikaisten velkojen osalta selvitetään lainojen saldot, korot ja vakuudet, mitkä vahvistetaan suoraan lainanantajilta. Myös maksuaikatauluihin ja kohdeyrityksen kykyyn noudattaa niitä on hyvä kiinnittää huomiota. Velkojen osalta due diligence -tarkastuksessa huomioidaan, millaista lyhytaikaista luottoa yritys on ottanut ja onko rahoituksen tarve ollut jaksottaista. Osakepääomasta selvitetään mahdolliset osakelajit, -määrät ja osakkeenomistajat. Lisäksi äänimäärät sekä osinko-oikeudet tarkastetaan. Mikäli yrityksen osakkeilla käydään julkista kauppaa pörssissä, taloudellisessa due diligence tarkastuksessa arvioidaan osakkeen hintakehitys sekä muutoksia selittävät tekijät.

Taloudellisessa due diligencessä tarkastetaan, onko kohdeyrityksellä kirjamaattomia velkoja tai taseen ulkopuolisia vastuuta, kuten leasingsopimuksia. Leasingsopimuksista lasketaan tulevien vuosien maksujen nykyarvo, jota arvioidaan taloudellisessa due diligencessä kirjaamattomana velkana. Muita taseen ulkopuolisia vastuuta voivat olla mahdolliset oikeudenkäynnit, vakuudet sekä vastuusitoumukset.

Vakuuksien osalta selvitetään, millaisia vakuuksia yritys on antanut omasta tai muiden puolesta, esimerkiksi konsernin toiselle tytäryhtiölle. (Blomquist ym., 1997, s. 72–73; Blomquist ym., 2001, s. 72.)

Muista taloudellisista tiedoista Blomquistin ym. (1997, s. 73–75) mukaan analysoidaan esimerkiksi laskentaperiaatteet sekä ennusteet. Tarkastuksessa varmistutaan, etteivät kohdeyrityksen laskentaperiaatteet ole muuttuneet, mikä voisi vaikuttaa taloudellisen tiedon vertailtavuuteen eri vuosien välillä. Myös tulevan integraation kannalta tulee perehtyä siihen, miten laskentaperiaatteet osapuolten välillä eroavat, ja voivatko erot aiheuttaa mahdollisia riskejä tai ongelmia integraatiovaiheessa. Ennusteiden osalta analysoidaan kohdeyrityksen tunnuslukuja ja vertaillaan niitä yrityksen ja verrokkiyritysten historiatietoihin. Ennusteiden analysoinnissa johdon haastattelut nousevat entistä tärkeämpään asemaan, ja johdolta on hyvä varmistaa, mihin olettamuksiin tai skenaarioihin ennusteet perustuvat. Mikäli ennusteissa on jo huomioitu yrityskaupan aiheuttamat synergiat, eli yhteisvaikutukset, ovat ennusteet usein liian optimistisia, sillä synergiaedut tavallisesti yliarvioidaan ja uudelleenjärjestelyn kustannukset aliarvioidaan.

3.3.3 Raportointijärjestelmien ja sisäisen kontrollin arviointi

Taloudelliseen due diligence -raporttiin sisällytetään kuvaus kohdeyrityksen raportointijärjestelmistä ja yleisarvio sisäisestä kontrollista. Raportissa analysoidaan, ovatko yrityksen käyttämät raportointijärjestelmät riittäviä, kuka raportoinnista vastaa ja miten, milloin ja kenelle raportoidaan. Taloudellisen due diligencen kannalta on tärkeää selvittää, kattaako raportointijärjestelmät tarvittavan taloudellisen tiedon. Arvioinnissa huomioidaan lisäksi poikkeavatko sisäisen laskentatoimen luvut virallisista tilinpäätösluvuista. Tarkoituksena on saada yleiskäsitys siitä, miten kohdeyrityksen johto on järjestänyt sisäisen kontrollin. (Blomquist ym., 1997, s. 75–76.)

Taloudellisessa due diligencessä kuvataan kohdeyrityksen budjetointiprosessi ja budjetin seuranta. Arvioinnissa huomioidaan, miten budjetin toteutumista mitataan, seurataan ja mitä toimenpiteitä aiheutuu, jos budjetista poiketaan. (Blomquist ym., 1997, s. 77.) Budjetin arviointi antaa lisäksi ensivaikutelman kohdeyrityksen

suhtautumisesta tavoitteisiin ja niiden suunnitteluun (Gleich ym., 2018, s. 24). Myös vakuutusturva huomioidaan taloudellisessa due diligencessä, mikäli kaupan kohteen ennakkotarkastukseen ei ole erikseen määritetty vakuutusten due diligencea. Kohdeyrityksen vakuutusturvat selvitetään, ja niistä tarkastetaan, mitä on haluttu turvata ja miten kattavia vakuutukset ovat. Taloudellisessa due diligencessä tarkastetaan lisäksi vakuutusten ehdot, maksut sekä saadut korvaukset. Vakuutus sopimuksista selvitetään myös, onko omaisuus vakuutettu jostain arvosta, ja vastaako arvo kirjanpitoarvoa tai markkina-arvoa. (Blomquist ym., 1997, s. 76.)

3.3.4 Verotuksen ja henkilöstön arviointi

Taloudellisessa due diligencessä tarkastetaan verotus sekä henkilöstö, mikäli due diligence -prosessissa niille ei ole varattu omaa osa-alueitaan ja tarkastajia. Yleensä kohdeyrityksen verotuksen tarkastaa joko tilintarkastaja tai verojuristi. Veroilmoitukset käydään läpi edellisen kolmen tai viiden vuoden ajalta. Verotuksen tarkastukseen on kiinnitettävä erityistä huomiota, jos huomataan, että verotus poikkeaa kohdeyrityksen kirjanpidon tuloksesta. Mikäli yrityskauppa kohdistuu yli maan rajojen, kuvataan taloudellisessa due diligence -raportissa lisäksi kohdemaan verotusympäristö, sekä mitä mahdollisia veroja ostajan ja myyjän tulee suorittaa yrityskaupan toteuduttua. Myös mahdolliset veroriskit, kuten yritysjärjestelyn aiheuttamat vaikutukset verotukseen, arvioidaan ja analysoidaan. Muita mahdollisia veroriskejä ostajan kannalta ovat siirtohinnoittelu ja muut konsernin väliset tapahtumat sekä kohdeyrityksen verosuunnittelu. Verotuksen tarkastuksen tavoitteena on saada kattava kuva kohdeyrityksen verotuksesta sekä siitä, onko yritys noudattanut säännöksiä ja maksanut veronsa ajallaan. (Blomquist ym., 1997, s. 77–76.)

Taloudellisessa ennakkotarkastuksessa keskitytään henkilöstön osalta taloudellisiin vaikutuksiin. Prosessissa tarkastetaan ja arvioidaan mahdollisia henkilöstön vähentämisestä saatavia synergiaetuja, olemassa olevia henkilökuntaetuja sekä muita henkilöstön kustannuksia, kuten sosiaalikuluja, eläkemaksuja sekä mahdollisia irtisanomiskuluja. Raportissa voidaan kuitenkin huomioida myös kohdeyrityksen avainhenkilöt palkkauksen ja palkitsemisjärjestelmien ohella. (Blomquist ym., 1997, s. 78–81.) Mikäli selvityksessä ilmenee ostajan tai yrityskaupan onnistumisen kannalta merkittäviä havaintoja, tulee niistä raportoida jo due diligence -prosessin aikana.

Esimerkiksi löydettyistä veroriskeistä tai suurista irtisanomiskustannuksista tulee ilmoittaa pikimmiten ostajalle, jotta havainnot voidaan huomioida kauppaneuvotteluissa.

3.3.5 Tuotteiden, tuotannon ja tuotekehityksen analysointi

Taloudellisessa due diligencessä tarkastellaan tuotteiden, tuotannon ja tuotekehityksen osalta taloudellisia tietoja ja arvioidaan prosessien kannattavuutta. Kohdeyrityksen myyntitiedoista arvioidaan myynnin määrä suhteessa eri tuoteryhmiin tai palveluihin sekä myyntien katteet. Raporttiin kirjataan yleistä tuotetietoa, kuten tuotteiden iät, takuut, markkinan koko ja markkinaosuudet. Myös tärkeimmät raaka-aineet ja mahdolliset patentit selvitetään. Lisäksi tarkastetaan kohdeyrityksen hinnoittelupolitiikka, arvioidaan tuleva hintakehitys sekä tehdään hinta-analyysi. (Blomquist ym., 1997, s. 82–84.) Mikäli kohdeyritys valmistaa kulutustuotteita suoraa kuluttajalle, arvioidaan taloudellisessa due diligencessä nettomyynti tuotettua yksikköä kohti. Arviointi vaatii yksityiskohtaista selvitystä liikevaihdosta, annetuista alennuksista sekä tuotannosta. (Gleich ym., 2018, s. 26.)

Tuotannosta ja tuotekehityksestä tarkastetaan tuotantolaitosten sijainnit, rakennusvuodet, hankintahinnat, kapasiteetit ja käyttöasteet. Lisäksi työntekijöiden määrä suhteessa tuotantoon arvioidaan taloudellisessa due diligence -raportissa. Raporttiin kirjataan tärkeimmät tuotantoprosessit, tuotantotavat, päävaiheet ja niiden vaikutukset tuotekustannuksiin. Raportissa arvioidaan myös tuotannon läpimenoaika sekä tuottavuus. Tuotekehityksen osalta tarkastetaan ja arvioidaan tuotekehityksen kulut, tehdyt projektit ja uudet tuotteet. (Blomquist ym., 1997, s. 84–86.) Raportissa arvioidaan tuotteiden, tuotannon ja tuotekehityksen kannattavuus: millaista tuotekehityksessä on tehty ja millaisia tuloksia on saatu? Toisaalta raportissa arvioidaan mahdollisia muutoksia kustannuksiin tulevaisuudessa. Erityisesti tuotannon osalta iäkkäiden tuotantolaitosten ylläpitokustannukset ovat usein suuria ja voivat vaatia suuria investointeja lähitulevaisuudessa. Bäckin ym. (2009, s. 100) mukaan operatiivinen due diligence syventyy tarkemmin kohdeyrityksen operatiivisiin toimintamalleihin ja tukee havainnoillaan taloudellisen due diligencen tarjoamia tietoja.

3.3.6 Synergioiden arviointi

Taloudellisen due diligencen haasteena on arvioida yrityskaupan aiheuttamia synergioita eli yrityskaupan yhteisvaikutuksia. Niemelän ym. (2011, s. 97–98) mukaan ostajalle syntyvistä synergioista yleisimmät ovat tuotto- ja kulusynergioita. Tuottosyngiat ovat ostajan liikevaihtoa kasvattavat syngiat, mitä yrityskaupan ostajat tavoittelevat, jos yrityskaupan päätavoitteena on kasvattaa liiketoimintaa. Tuottosynergioita voi tulla muun muassa uusista myyntikanavista tai markkinoista. Kulusynergioita saadaan puolestaan muun muassa toimitusketjuja karsimalla, tehokkaammalla jakelulla tai hallintokulujen alenemisella.

Syngiat voivat olla myös negatiivisia ja ilmetä riskeiksi yrityskaupan onnistumiselle. Negatiivisia synergioita ovat muun muassa lyhyen aikavälin integraatio- ja transaktiokustannukset. (Niemelä ym., 2011, s. 97–98.) Tällaisia synergioita voivat olla muun muassa kirjanpitojärjestelmien sulauttamisesta aiheutuvat lisäkustannukset sekä irtisanomiskustannukset. Muita haitallisia yhteisvaikutuksia voivat olla esimerkiksi yritysoston aiheuttamat muutokset asiakaskunnassa; yritysosto voi karkottaa asiakkaita. Niemelä ym. (2011, s. 98) huomauttavat, että syngiat tulee aina analysoida tapauskohtaisesti ja niihin liittyy paljon epävarmuuksia. Tästä voidaan päätellä, että synergioiden arviointi on yksi kriittisimmistä due diligence -tarkastajien ja kohdeyrityksen arvonmäärittäjien tehtävistä.

3.4 Taloudellinen due diligence -raportti

Taloudellinen due diligence -raportti koostuu yleensä kolmesta osasta: saatekirjeestä, tiivistelmästä ja yksityiskohtaisesta taloudellisten tietojen analysoinnista. Saatekirjeessä kuvataan toimeksianto, mahdolliset vastaan tulleet ongelmat ja rajoitukset. Saatekirjeessä kerrotaan milloin ja miten tietoa on kerätty, millaisia menetelmiä on käytetty ja ketä on haastateltu. (Blomquist ym., 2001, s. 45–46.) Mikäli kohdeyritykseltä ei ole saatu kaikkia haluttuja tietoja, huomioidaan ne myös raportissa.

Raportin toisessa osassa on tiivistelmä, jossa kootaan lyhyesti yhteen tarkastuksessa esille tulleet keskeisimmät havainnot, niitä mahdollisesti seuraavat ongelmat sekä toimintasuositukset. Itse raporttiosassa pureudutaan yksityiskohtaisesti tarkastuksessa

ilmenneihin havaintoihin. Tyypillisessä taloudellisessa due diligence -raportissa kuvataan aluksi lyhyesti kohdeyrityksen tausta, historia ja liiketoiminta, jonka jälkeen siirrytään itse taloudellisten havaintojen seikkaperäiseen analysointiin. (Blomquist ym., 2001, s. 46–47.) Lopuksi taloudellisessa due diligence -raportissa tehdään loppupäätelmät, kuten millaisia vaikutuksia ostajalla voi olla havaittuihin riskeihin, miten yrityskauppa tulisi suorittaa, mitä kaupan jälkeen tulisi huomioda ja mitä kaupan kohteen ennakkotarkastuksesta on opittu (Koivu & Myllymäki, 1999).

3.5 Data-analytiikan hyödyntäminen taloudellisessa due diligencessä

Due diligencessä käytettävät teknologiat kehittyvät, kun selvitystyöhön integroidaan markkinatutkimuksia, lisätään analysoitavan datan määrää ja kehitetään tarkastustyön automatiikkaa (Tiemann & Hartman, 2013). Esimerkiksi taloudellisessa due diligencessä käytetään niin kutsuttuja virtuaalisia tietohuoneita (data rooms), joihin siirretään ostajan ja myyjän välisiä tietoja. Tietohuoneen käyttäjille jaetaan verkkotunnukset, joilla he pääsevät tarkastelemaan kohdeyrityksen tietoja. (Elinson & Ruggeri, 2008; Bäck ym., 2009, s. 37.) Tietohuoneiden käyttöoikeuksia pystytään rajoittamaan helposti ja ne nopeuttavat tiedon jakoa osapuolten välillä (Miettinen, 2012). Teknologian avulla on jo saavutettu nopeampia due diligence -prosesseja. Kuitenkin due diligencessä käytettävää teknologiaa kehitetään yhä pidemmälle, ja data-analytiikkaa hyödyntämällä voidaan saavuttaa aina tarkempia ja oivaltavampia johtopäätöksiä ja havaintoja.

Tiemann ja Hartman (2013) osoittavat, että data-analytiikalla voidaan saavuttaa parempia päätöksiä niin neuvotteluissa kuin kaupan solmimisessa. Uusien datatyökalujen avulla taloudellisessa due diligencessä pystytään kuvaamaan kaupan kohteen taloudellista suorituskykyä paremmin. Data-analytiikkaa voidaan niin ikään hyödyntää osoittamaan kriittiset strategiset kysymykset, joihin hankkijaosapuolen tulisi kiinnittää huomiota. Sen tarjoamaa syvempää ja objektiivisempaa liiketoiminta-analytiikkaa voidaan kutsua moderniksi taloudelliseksi due diligenceksi.

Data-analytiikan edut taloudellisessa due diligence -prosessissa ovat alustojen valmius käsitellä ja analysoida liiketoimen tai toimialan yksilöllisiä trendejä nopeasti. Lisäksi alustat tarjoavat arvokasta analyysia asiakkaisiin, tuotelinjoihin, sijainteihin ja

kustannusrakenteisiin liittyen. Data-analytiikkaa hyödyntämällä voidaan saavuttaa entistä yksityiskohtaisempia, tarkempia ja luotettavampia due diligence -tuloksia sekä uusia näkökulmia. (Tiemann & Hartman, 2013.) Kuitenkaan laadullisiakaan menetelmiä ei tule unohtaa taloudellisessa due diligence -prosessissa: erityisesti mikäli yrityskaupan kohteena on nuori tai kasvuyritys, on johdon haastattelut yhä erittäin merkittävässä asemassa riskien ja mahdollisuuksien arvioinnissa (Miruna-Lucia, 2010).

4 TALOUDELLISEN DUE DILIGENCEN VAIKUTUKSET

4.1 Vaikutukset ostajan päätöksentekoon ja yrityksen arvonmäärittämenetelmiin

Taloudellisen due diligence -prosessin havainnot heijastuvat suoraan ostajan päätöksentekoon yrityskaupassa ja sen ehdoissa. Niemelä ym. (2011, s. 51) mukaan, mikäli kaupan kohteen ennakkotarkastuksessa havaitut asiat vaikuttavat ostajan olettamuksiin negatiivisesti, kauppa voidaan hylätä tai sen ehtoja tai kauppahintaa muuttaa. Taloudellinen due diligence -prosessi mahdollistaa tietoon perustuvan ostopäätöksen, kun yrityskaupan riskit, mahdollisuudet ja yrityksen arvo voidaan arvioida luotettavasti (Sisco, 2002).

Taloudellinen due diligence -prosessi auttaa ostajaa identifioimaan mahdollisia liiketoimintaan liittyviä riskejä, joita pystytään hallitsemaan sopimusmääräyksillä tai oikaisemalla kauppahintaa. Taloudellisen due diligencen etu on sen kyky tunnistaa yritysostolla saavutettavien kasvumahdollisuuksien arvo. Toisaalta taloudellinen due diligence vaikuttaa ostajan päätöksentekoon tunnistamalla riskejä, jotka olisivat ilman ennakkotarkastusta jääneet mahdollisesti huomaamatta. Se voi myös osoittaa vaihtoehtoiset yritysjärjestelyt kannattavammiksi kuin perinteinen osakekauppa. Mikäli kohdeyrityksen ennakkotarkastuksessa ilmenee ongelmia, jotka voivat haitata integraatioprosessia, voi osittainen yrityskauppa (partial acquisition) olla mahdollinen vaihtoehto. Osittaisessa yrityskaupassa koko yritys ei vaihda omistajaa, vaan ostaja voi ostaa loppuosuuden myöhemmin ja turvata kauppahinnan optiolla. Vaihtoehtoisesti tämä voi ostaa yrityksestä vain osan. (Gleich ym., 2018, s. 35.) Wang ja Larimo (2020) tutkivat Suomessa vuosina 1980–2005 tehtyjä yritysostoja. Arviolta 38 prosenttia ostoista tehtiin osittaisena osakekauppana ja 62 prosenttia yrityksistä ostettiin kokonaan. Tutkijat osoittivat, ettei yrityskaupasta selviytymisessä ollut merkittävää eroa, oliko kohdeyritys hankittu kokonaan vai osittain. Osittaisella yrityskaupalla ostaja voi kuitenkin päästä vaikuttamaan kohdeyrityksen päätöksentekoon ja saada lisää taloudellista tietoa jo ennen koko omistusoikeuden siirtymistä.

Gleichin ym. (2018, s. 25) mukaan taloudellinen due diligence on keino kohdeyrityksen arvon identifioimiseen. Prosessissa voidaan havainnoida, mistä yrityksen arvo koostuu ja näin ollen sisällyttää arvoa luovat tekijät yrityskauppaan. Mikäli kohdeyrityksen arvo perustuu yhtiön aineelliseen tai aineettomaan omaisuuteen, kuten tuotantolaitokseen, brändiin tai patenttiin, voi omaisuuskauppa olla ostajalle kannattava ratkaisu. Omaisuuskaupassa ainoastaan omaisuus vaihtaa omistajaa, kun osakekaupassa myös kohdeyrityksen velat ja muut vastuut siirtyvät ostajalle. Riskit ovat aina suuremmat osakekaupassa. Pelkästä omaisuuskaupasta tekee lisäksi houkuttelevamman helpompi integraatioprosessi sekä mahdolliset veroedut. Tuotemerkin, brändin tai tuotantolaitoksen liittäminen osaksi ostajan liiketoimintaa on usein helpompaa, kuin kokonaisten yritysten sulauttaminen toisiinsa. Toisaalta aineettomien omaisuuserien ostossa tulee huomioida immateriaalioikeudet sekä niiden aiheuttamat lisäkustannukset. Omaisuuskauppa vaatii lisäksi myyjän suostumuksen myyntiin sekä tavallisesti erilaisia yritysjärjestelyitä, jotta omaisuus voidaan irrottaa yrityksestä ja kauppa toteuttaa.

Taloudellisella due diligence -prosessilla on vaikutuksia kohdeyrityksen tulevien kassavirtojen arviointiin ja sitä kautta yrityksen arvonmäärittelyyn, jos yrityksen arvo määritetään tulevien kassavirtojen nykyarvona. Tulevien kassavirtojen nykyarvo on hyvä arvonmäärittämenetelmä, mikäli ennusteet on pystytty arvioimaan luotettavasti. Mikäli yrityksen arvo määritellään kuitenkin substanssiarvona, eli liiketoiminnan varojen ja velkojen erotuksena, perustuu yhtiön arvostus historiatietoihin. Taloudellisella due diligence -selvityksellä arvioidaan, ovatko saadut historiatiedot oikeita, luotettavia ja kuvaavatko ne hyvin tulevaisuutta. Kohdeyrityksen arvonmäärittäminen on prosessi, joka jatkuu koko due diligence -selvityksen ajan. Käytännössä yrityskaupoissa käytetään usein erilaisia arvonmäärittämenetelmiä rinnakkain, jotta varmistetaan siitä, että yrityksen arvo korreloi saatujen tietojen ja havaintojen kanssa. (Blomquist ym., 1997, s. 89–114.)

Erityisesti nuorilla ja kasvuyrityksillä ongelmaksi ilmenee niiden lyhyt ja usein epävakaa taloushistoria. Yritykset eivät välttämättä pysty toimittamaan riittäviä historiatietoja osoittaakseen potentiaaliaan tai tulevaisuuden kassavirtojaan luotettavasti. Tällaisten yritysten ennakkotarkastuksessa tulee huomioida myös muut due diligence -osa-alueet, kuten operationaalinen ja strateginen due diligence. Niiden

avulla voidaan määrittää ja mitata nuorten ja kasvuyritysten elinkelpoisuutta, potentiaalia, toiminnan jatkuvuutta sekä arvoa. (Gleich ym., 2018, s. 118–119.)

Kaikki due diligence -prosessissa saatavat havainnot ja raportit heijastuvat suoraan yrityksen arvonmääritykseen ja ostajan päätöksentekoon yrityskaupan rakenteesta sekä ehdoista. Taloudellinen due diligence antaa kriittisintä tietoa kohdeyrityksen taloudellisesta tilanteesta, millä on suuri vaikutus arvonmääritykseen ja arvonmääritysmenetelmien valintaan. Mikäli taloudellisesta due diligencea ei ole suoritettu riittävää huolellisuutta noudattaen, ei ostaja pysty riittävällä tarkkuudella määrittämään yrityksen arvoa tai arvoon vaikuttavia tekijöitä. Myös kauppahinnasta sopiminen ja neuvottelut vaikeutuvat ja seurauksena voi olla ylihinnoiteltu yritys tai jopa yrityskaupan epäonnistuminen.

4.2 Vaikutukset yrityskaupan onnistumiseen

Yrityskaupan onnistuminen kiteytyy kaupan toteuttamisvaiheeseen, missä yrityskaupan kohde sulautetaan osaksi ostavan yrityksen organisaatiota. Yrityskaupan onnistumisessa arvioidaan, saavuttiko ostaja yrityskaupalle asetetut tavoitteet ja loiko yrityskauppa osapuolille arvoa. Niemelän ym. (2011, s. 68) mukaan keskimäärin 50–70 prosenttia yrityskaupoista epäonnistuu ainakin osittain. Syitä epäonnistumiselle ovat muun muassa väärän yrityksen osto, väärän hinnan maksaminen tai väärä ajoitus yrityskaupassa. Myös tiedon puute ja liian kokematon johto ajavat yrityskaupat epäonnistumaan. Usein tärkeimmäksi tekijäksi epäonnistumiselle ilmenee, ettei ostaja ole tutkinut riittävän hyvin kaupan kohteen sekä oman liiketoiminnan yhteensopivuutta tai arvioinut mahdollisia synergioita. Syy ei välttämättä epäonnistumiselle ole kuitenkaan huonosti tehdyssä due diligencessä, vaan siinä, ettei tarkastuksessa löydettyjä havaintoja ole käytetty riittävissä määrin hyödyksi.

Caveat emptor -periaatteen mukaan ostajalla on laaja selonottovelvollisuus. Käytännössä periaate tarkoittaa sitä, että mikäli ostaja ei ole riittävän huolellisesti perehtynyt ostokohteeseen, vastaa hän pääsääntöisesti siitä itse. Ostaja ei voi vedota virheenä seikkaan, josta hänen täytyy olettaa tienneen kauppaa tehtäessä. (Immonen, 2008, s. 29–30; Kauppalaki 4:20 §.) Kaupan kohteen ennakkotarkastus on siis lähtökohtaisesti aina ostajan vastuulla, eikä hän voi vedota kauppasopimuksen

purkamiseen ilman riittävän painavaa syytä, kuten myyjän kunnianvastaista menettelyä.

Arviolta 25 prosenttia due diligence -prosessiin käytetystä ajasta käytetään taloudelliseen due diligence -selvitykseen (Hewitt Associates, 2009). Menestyvät yritykset käyttävät yrityskaupassa arvonluomiseen niin kutsuttuja kovia tekijöitä, jotka liittyvät toimintaan, jolla on suora vaikutus taloudelliseen tulokseen, sekä pehmeitä tekijöitä, jotka viittaavat ihmisten näkökulmiin kuten kulttuurillisiin seikkoihin. Tutkielmassa tarkastellaan kovia tekijöitä, kuten taloudellisten synergoiden arviointia, integraation suunnittelua sekä asianmukaista taloudellista due diligencea, ja arvioidaan niiden vaikutuksia yrityskaupan onnistumiseen. (Savović & Pokrajčić, 2013.)

4.2.1 Heikkotasoinen taloudellinen due diligence ja tiedon epäsymmetria

Cumming ja Zambelli (2017) tarkastelevat Italiassa vuosina 1999–2006 tehtyjä yritysostoja ja osoittavat, että due diligenceen käytetty aika on arvonlähde yrityskaupassa. Kaupan kohteen ennakkotarkastukseen käytettyjen viikkojen lukumäärä korreloi kolmen vuoden kokonaispääoman tuoton sekä käyttökatteen ja myynnin kanssa. Koko due diligence -prosessiin käytetty aika korreloi siis yrityskaupan onnistumisen sekä hankinnan jälkeisen suorituskyvyn kanssa. Toisaalta nopeampi ja aktiivisempi yrityskauppaympäristö ajaa ostajat sopimaan kaupoista yhä kiireellisemmällä aikataululla, mikä voi johtaa heikkotasoiseen taloudelliseen due diligenceen (Wexler & Connor, 2007). Warterin (2019, s. 43) mukaan yleisimmät syyt heikkolaatuiseen taloudelliseen due diligenceen ja koko due diligence -selvitykseen ovat, että kaupan kohteen ennakkotarkastus on jätetty viime hetkelle, tarkastuksen suorittava ryhmä ei ole ollut tarpeeksi kyvykäs ja asiantunteva tai due diligencen tavoitteet eivät ole olleet tarpeeksi hyvin ymmärrettyjä.

Yrityskaupan kohteen tietojen epäsymmetria vaikuttaa alentavasti yrityksen arvoon ja voi näin vaikuttaa yrityskaupan onnistumiseen. Boročin, Ghoshin ja Huangin (2019) analyysi paljastaa, että kohdetietojen epäsymmetrialla on vaikutuksia myös yrityskaupan strategiaan ominaisuuksiin, kuten todennäköisyyteen tulla yrityskaupan kohteeksi, suhteelliseen kaupan kokoon sekä kaupantekoaikaan. Osapuolella, jolla ei

ole yhtä paljon yrityskaupan kannalta merkittävää tietoa, on heikommassa asemassa neuvotteluissa. Esimerkiksi puutteellinen tieto kohdeyrityksen taloudellisesta tilanteesta tai mahdollisista tulevaisuuden taloudellisista riskeistä heikentää ostavan yrityksen neuvotteluasemaa. Vaihtoehtoisesti, mikäli taloudellinen due diligence on tehty noudattaen riittävää huolellisuutta ja paljastaen merkittäviä puutteita tai riskejä, voi ostaja käyttää havaintoja hyväksi kauppaneuvotteluissa. Tiedon epäsymmetrian lieventäminen due diligence -prosessissa onkin arvonlähde ja neuvotteluväline yrityskaupoissa. (Borochin ym., 2019.) Tiedon epäsymmetrialla on lisäksi haitallisia vaikutuksia integraatiovaiheeseen ja siten yrityskaupan onnistumiseen.

Mikäli taloudellisella kaupan kohteen ennakkotarkastuksella on kiire, voi due diligence -prosessissa lähteä liikkeelle arvopohjaisesta lähestymistavasta, jolloin ei luoda tarkastuslistaa tarkastettavista kohdista vaan resurssit kohdennetaan yrityskaupan etenemisen ja kaupan kohteen arvonmäärittelyn kannalta olennaisimpien asioiden tarkastamiseen ensin. Arvopohjaisella lähestymistavalla taloudellisessa due diligencessä tarkastetaan ensin erät, joissa uskotaan kohteen arvon ja riskien piilevän. Tällä tavalla saadaan nopeasti relevanttia tietoa, neuvotteluhyötyjä ja paremmat mahdollisuudet yrityskaupan onnistumiselle. (Elinson & Ruggeri, 2008.)

Toisaalta, jos kaupassa kiirehditään ja taloudellisessa kaupan kohteen ennakkotarkastuksessa priorisoidaan tärkeimmät arvoon vaikuttavat tekijät, on suuri riski, että selvityksessä jää jotain oleellista huomaamatta. Mitä suurempi yrityskauppa on, tai mitä vanhempi kohdeyritys on, sitä huolellisemmin taloudellinen due diligence tulee suorittaa, ja sitä yksityiskohtaisempaa tietoa taloudellisesta tilanteesta tulee saada. Jo pieni huolimattomuus kirjanpidossa tai vihje kohdeyrityksen taloushallinnon epäpätevyydestä voi johtaa suuriin ongelmiin yrityskaupan integraatiossa ja arvonmäärittelyssä. (Gleich ym., 2018, s. 131.) Voidaankin päätellä, että mikäli yrityskauppa perustuu ostajan olettamuksiin, on sillä kasvanut riski epäonnistua.

4.2.2 Kohdeyrityksen heikkolaatuinen taloudellinen raportointi

Kohdeyrityksen heikkolaatuinen taloudellinen raportointi voi tulla esteeksi yrityskaupan onnistumiselle. Skaife ja Wangerin (2013) tutkivat Yhdysvalloissa tehtyjä julkisesti noteerattujen yhtiöiden yrityskauppoja ja osoittavat, että

kohdeyrityksen heikkolaatuisella raportoinnilla on useita seurauksia yritysjärjestelylle. Otoksena oli 1468 yrityskauppaa, jotka tehtiin vuosina 2002–2008. Kaupoista 1223 saatiin päätökseen ja 205 lopetettiin kesken. Kaikkien kauppojen osakehankinta oli yli 50 prosenttia. Tutkimus osoittaa, että ostajat maksavat korkeampaa hintaa kohteista, joilla on heikkolaatuista taloudellista raportointia. Kohteiden heikkolaatuinen taloudellinen raportointi lisäsi myös todennäköisyyttä kauppojen uudelleenneuvotteluille ja lopettamiselle. Vaikka otoksessa vain 14 prosenttia yrityskaupoista keskeytettiin, heikko taloudellinen raportointi lisäsi tutkimuksen mukaan lopettamisen mahdollisuutta yli yhdeksällä prosentilla. Kohteen heikkolaatuinen taloudellinen raportointi lisää siis todennäköisyyttä, että yrityskauppaa joudutaan uudelleenneuvottelemaan tai vakavissa olosuhteissa keskeyttämään.

Tutkimus löytää korrelaatiota myös epäonnistuneiden yrityskauppojen ja oikaistujen tilinpäätösten välillä, sillä epäonnistuneiden yrityskauppojen kohteet jättivät todennäköisemmin oikaistuja tilinpäätöksiä kuin muut yritykset. Yli kolmasosalla syy tilinpäätösten oikaisuille oli virheellinen kirjanpito vuokrasopimuksissa, ehdollisissa erissä, veloissa tai muiden kulujen kirjaamisessa. Löydös tukee oletusta, että ostaja lopettaa yrityskaupan löydettyään taseen ulkopuolisia velkoja, jotka lisäävät liiketoiminnan riskiä merkittävästi. Yli neljäsosalla tehtyjen oikaisujen syy oli omaisuuserien arvostus. Reilulla viidesosalla syy oli puolestaan ulkomaisten tytäryhtiöiden ja taseen ulkopuolisten liiketoimien epäasianmukaiset kirjaukset. Myös tulojen kirjauksissa oli virheitä kahdeksalla prosentilla yrityksistä, joiden tilinpäätöksiin oli tehty oikaisuja. (Skaife & Wangerin, 2013.)

Yleensä heikkolaatuisen taloudellisen raportointiin liittyy myös kulttuurierot ja kaupan kohteen niin kutsuttu kaunistelu. Helsell (1999) kuvaa yhdysvaltalaisesta yritystä, joka halusi investoida Kiinan markkinoille ja perustaa yhteisyrityksen kiinalaisen kumppaninsa kanssa. Taloudellisessa due diligencessä kuitenkin selvisi, että kiinalaisen yrityksen hyvät myyntiennusteet ja asiakkaiden ostohalukkuus perustuivat anteliaisiin maksuehtoihin ja isoihin myyntisaamisiin, mitä yhdysvaltalainen osapuoli ei halunnut ottaa yhteisyritykseen mukaan. Yrityksen antamiin ennusteisiin tulee siis suhtautua kriittisesti, ja ennustevirheen mahdollisuutta on arvioitava.

4.2.3 Ennustevirhe

Prospektiteorian (prospect theory) mukaan ihmiset tekevät päätöksiä sen mukaisesti, kuinka paljon valinta tuottaa voittoa tai aiheuttaa tappiota, eivät päätöksen aiheuttaman lopputilan mukaisesti. Ihmisten kokema tappio on subjektiivinen kokemus, ja teorian mukaan tappion kokeminen riippuu sen todennäköisyydestä, määrästä ja referenssipisteestä eli lähtötilanteesta. Esimerkiksi tappio 200 eurosta 100 euroon koetaan suurempana kuin tappio 1200 eurosta 1100 euroon. Tappiot koetaankin noin kaksi kertaa pahempana kuin voitot. Prospektiteorian mukaan myös todennäköisyydet usein yli- ja aliarvioidaan. 95 prosentin todennäköisyys aliarvioidaan ja koetaan todellisuudessa pienempänä, ja viiden prosentin todennäköisyys yliarvioidaan ja koetaan todellisuudessa suurempana. (Kahneman & Tversky, 1979.) Mikäli teoria pitää paikkaansa, yrityskaupassa ostaja arvioi kaupasta saatavia voittoja ja tappioita subjektiivisesti suhteessa yrityksen nykytilanteeseen. Yrityskaupan onnistumisen kannalta on ratkaisevaa, missä pisteessä ostaja arvioi tappiot niin suuriksi, ettei yrityskauppaa kannata enää jatkaa, ja kuinka paljon ennustevirhe vaikuttaa arviointiin.

Lovallo ja Kahneman (2003) tutkivat ennustevirhettä ja osoittavat, että yksilöt ovat taipuvaisia liioittelemaan omia kykyjään ja uskovat olevansa keksimääräistä parempia kykyjensä suhteen. Tutkijat käyttivät pohjana 1970-luvulla tehtyä tutkimusta, jossa tarkasteltiin miljoonan opiskelijan tekemää kyselyä. Kun opiskelijoita oli pyydetty arvioimaan itseään suhteessa muihin ikäisiinsä, 70 prosenttia arvioi omat johtamistaitonsa keskimääräistä korkeammiksi. Lovallo ja Kahneman puolestaan osoittavat, että yrityskaupoissa johtajat tavallisesti yliarvioivat omat kykynsä suhteessa yrityksen menestykseen, mikä johtaa yrityskaupalla luodun arvon yliarvioimiseen.

Yrityskauppa epäonnistuu tai ei saavuta tavoitteitaan, koska tulevaisuutta arvioivat ennusteet ovat olleet epätarkkoja. Perinteisesti ennustevirhe liittyy kahteen tilanteeseen: joko ennustajat yrittävät rehellisesti mitata tulevaisuutta tai epätarkkuus ennusteissa perustuu strategiseen vääristelyyn. Jos ennusteella on rehellisesti yritetty mitata tulevaisuutta, ulkopuolisen näkökulman tuominen, esimerkiksi statistiikan käyttö, parantaa tuloksia. Jos ennusteiden epätarkkuus liittyy strategiseen vääristelyyn, jolloin arvioitujen ja todellisten kustannusten ja hyötyjen erot selitetään esimerkiksi

tulospaineilla, eivät johtajat ja ennusteiden laatijat usein ota ulkopuolista näkökulmaa ennusteiden tarkentamiseksi. (Flyvbjerg, 2013.) Ennen taloudellista due diligence -prosessia annetut ennusteet tulevista kassavirroista perustuvat yleensä kohdeyrityksen johdon kuvaan yrityksen suorituskyvystä. Kun prosessissa huomioidaan muiden toimialan yritysten ennusteet tai samankaltaisten yrityskauppojen vaikutukset, ennusteet tulevista kassavirroista muuttuvat realistisemmiksi. Ennusteet eivät siis saa sisältää liikaa itsevarmuutta, jotta niistä ei tule ylioptimistisia. Puolueettomuutta taloudelliseen due diligence -prosessiin voidaan lisätä käyttämällä ulkopuolista tietoa, kuten toimialan trendianalyysejä tai ulkopuolisia konsultteja ja asiantuntijoita.

Yrityskaupan onnistumisen kannalta avainasemaan nousee synergioiden arviointi. Arvioidut synergiat ovat usein virheellisiä tai puutteellisia, ja niiden arviointi perustuu toiveajatteluun, mikä systemaattisesti johtaa kauppahinnan vääristymiseen. Lopulta synergiat eivät vastaa odotuksia, mikä voi johtaa yrityskaupan epäonnistumiseen ja kaupasta vetäytymiseen. (Gleich ym., 2018; Miruna-Lucia, 2010). Taloudellinen due diligence edellyttää arviointia siitä, ovatko arvioidut kustannus- ja hyötyennusteet yli- tai aliarvioituja. Arviointi koostuu kahdesta kysymyksestä: mikä on ennustettavan muuttujan arvo, ja mikä on sen varianssi? Varianssilla arvioidaan, kuinka paljon todellinen arvo voi vaihdella odotetusta arvosta eli ennusteesta. Käytännössä taloudellisessa due diligencessä käytetään vertailuarvoja toimialan sisältä, millä testataan luotuja ennusteita. (Flyvbjerg, 2013.)

Flyvbjerg (2013) osoittaa, että taloudellisessa kaupan kohteen ennakkotarkastuksessa tulisi käyttää ulkopuolisia asiantuntijoita objektiivisen näkemyksen saamiseen sekä verrokkiyrityksiä ja -yrityskauppoja synergioiden ja ennusteiden arviointiin. Silloin taloudellinen due diligence antaa johdonmukaisen ulkopuolisen kuvan suunnitellun yrityskaupan vaikutuksista. Taloudellisella due diligencella voidaankin vähentää epävarmuutta, mutta se ei poista yrityskauppaan liittyvää riskiä kokonaan.

4.2.4 Integraatio-ongelmat

Yrityskauppojen epäonnistuminen johtuu usein prosesseista ja kulttuurista, mitä on vaikea integroida osaksi ostajan organisaatiota. Myös yrityskaupan odotukset ovat muuttuneet. Esimerkiksi 1990-luvulla yrityskauppojen pääasiallinen tarkoitus oli

vähentää kustannuksia ja parantaa kannattavuutta. Nykyään yrityskauppa on kasvustrategia. (Perry & Herd, 2004.) Taloudellisesta näkökulmasta suurimmat ongelmat integraatiossa ovat eri taloushallintojärjestelmien yhdistäminen sekä erot taloushallinnon tavoissa. Esimerkiksi Kiinassa kirjanpitojärjestelmät ovat olleet vanhentuneita ja varaston arvostustapa erilainen verrattuna länsimaihin. Kulttuurierot ovat johtaneet siihen, että riskien, mahdollisuuksien ja integraatiokustannusten luotettava arviointi on vaikeaa. (Helsell, 1999.)

Warter (2019, s. 44) huomauttaa, että mitä paremmin taloudellinen due diligence on tehty, sitä paremmin ostaja tuntee kohdeyrityksen ja riskit yrityskaupan mukana. Kaupan kohteen ennakotarkastuksessa korostuu tiedonjako osapuolten välillä. Integraatiosta vastaavien tulee tietää, mitä due diligence prosessissa nousee esille. Toisaalta myös due diligence -tarkastajien tulee tuntea integraation vaiheet, jotta he osaavat arvioida transaktiokustannuksia ja löytää riskit, jotka voivat kaataa yrityskaupan.

Uusimpien tutkimusten mukaan yrityskaupan epäonnistumisen syynä ovatkin yhä useammin interkulttuuriset tekijät. Kulttuurierot eivät heijastu ainoastaan ihmisten väliseen toimintaan, vaan myös ongelmiin yrityksen taloudellisessa integraatiossa. Erityisesti kansainvälisissä yrityskaupoissa kirjanpitojärjestelmät ja -tavat, varaston arvostus sekä ennusteet voivat vaihdella paljon kansainvälisistä standardeista tai ostajan totutuista tavoista. Myös valuuttaerot voivat tuoda haasteita kirjanpitoon ja taloushallintoon. Taloudellisen due diligence -selvityksen yksi tärkeimmistä tehtävistä on havaita integraatioprosessiin liittyvät riskit ja mahdolliset ongelmat sekä arvioida yhteisvaikutukset ja transaktiokustannukset ajoissa. Ei riitä, että due diligence -raportti vastaa kysymykseen, tuleeko yrityskauppa suorittaa. Raportin tulee antaa tietoa, miten se tulee suorittaa, sillä vasta hankinnan jälkeinen vaihe todellisuudessa määrittää saavuttaako yrityskauppa sille asetetut tavoitteet. (Miruna-Lucia, 2010.) Yleisin syy yrityskaupan epäonnistumiselle on se, ettei ostaja tiennyt mitä oli ostamassa.

5 YHTEENVETO

Tämän kandidaatintutkielman tavoitteena oli tutustua taloudelliseen due diligenceen yrityskaupassa ja tunnistaa tarkastuksen eri vaiheet. Tutkielman tarkoituksena oli lisäksi löytää taloudellisen due diligencen kompastuskivet ja selvittää, millainen vaikutus taloudellisella kaupan kohteen ennakkotarkastuksella on ostajan päätöksentekoon, yrityksen arvonmääritysmenetelmiin ja koko yrityskaupan onnistumiseen. Kandidaatintutkielma toteutettiin kirjallisuuskatsauksena, jossa perehdyttiin aihetta käsitteleviin tieteellisiin artikkeleihin sekä kirjallisuuteen.

Tutkielmassa havaittiin, että taloudellisen due diligence -prosessin sisältö ja laajuus riippuvat yrityskaupan luonteesta, ostajan ennakkotiedoista sekä tarkastuksen ajankohdasta. Tavallisesti tarkastuksen tekee kirjanpidon ammattilainen tai tilintarkastaja. Kaupan kohteen taloudellinen ennakkotarkastus alkaa kohteen taustatietojen selvityksellä ja toimiala-analyysillä, minkä jälkeen analysoidaan kohteen taloudellinen tieto. Taloudellisesta tiedosta tarkastetaan ja arvioidaan yleensä kolmen edellisen vuoden tilinpäätöstiedot, taloudelliset raportit, kuluvan vuoden budjetti, viimeisimmät ennusteet sekä toimiala-analyysit. Niiden pohjalta tarkastaja laatii tulosanalyysin, käy läpi tase-erät, taseen ulkopuoliset vastuut sekä ennusteet. Taloudellisessa due diligencessä arvioidaan usein kaupan kohteen raportointijärjestelmät, sisäinen kontrolli, tuotteet, tuotanto ja tuotekehitys. Lisäksi verotukselliset ja henkilöstölliset tiedot tarkastetaan, mikäli niille ei ole varattu omaa osa-aluetta due diligence -prosessista. Kaupan kohteen taloudellisen ennakkotarkastuksen pohjalta laaditaan toimeksiantajille raportti, jossa otetaan kantaa löydettyihin havaintoihin, niiden kriittisyyteen sekä mahdollisiin toimenpiteisiin.

Taloudellinen due diligence -selvitys tarjoaa ostajalle tarkkaa taloudellista tietoa ja analyyseja ostopäätöksen tueksi. Sen avulla ostaja on tietoisempi yrityskaupan riskeistä ja toisaalta kaupan kohteen potentiaalista. Kaupan kohteen taloudellinen ennakkotarkastus voi myös näyttää vaihtoehtoiset yritysjärjestelyt kannattavamiksi kuin perinteisen osakekaupan. Esimerkiksi osittaisella yrityskaupalla ostaja pääsee vaikuttamaan kohdeyrityksen päätöksentekoon hankkimatta osakekantaa kokonaan. Toisaalta, jos taloudellisessa due diligencessä havaitaan, että kohdeyrityksen arvo perustuu johonkin ostajan tavoittelemaan resurssiin, kuten toimitilaan tai

tuotemerkkiin, voi omaisuuskauppa olla ostajalle riskittömämpi ratkaisu. Tutkielma osoittaa, ettei taloudellinen due diligence ole vain tarkastus taloudellisen tiedon paikkaansa pitävyydestä, vaan se on arvonluoja ja neuvotteluetu yrityskaupassa.

Kun tutkitaan taloudellisen due diligencen vaikutuksia, synergioiden arviointi nousee merkittävään asemaan. Yrityskaupan onnistumisen kannalta on tärkeää arvioida, millaisia yhteisvaikutuksia kaupan toteutumisella ja integraatiolla on, ja millaisia riskejä sulauttamisvaiheessa tullaan kohtaamaan. Jos arvioidut synergiat ovat virheellisiä tai puutteellisia, on kauppahinta usein vääristynyt ja integraatioprosessi haastava. Yrityskaupan epäonnistumisen yleisin syy on se, ettei ostaja tutki riittävän hyvin oman liiketoiminnan ja kaupan kohteen yhteensopivuutta tai arvioi synergioita oikein. Tutkielmassa havaitaan, että taloudellisella due diligencella voidaan lievittää yrityskaupan epäonnistumisen riskiä ajoittamalla ennakkotarkastus oikein, vähentämällä tiedon epäsymmetriaa osapuolten välillä sekä tarkastamalla ennustevirheen mahdollisuus. Mitä paremmin taloudellinen due diligence on tehty, sitä tarkemmin ostaja tuntee kohdeyrityksen ja riskit yrityskaupan mukana ja sitä todennäköisemmin yrityskauppa voi saavuttaa sille asetetut tavoitteet.

Kandidaatintutkielmassa saadut tulokset ovat linjassa aikaisempien tutkimusten kanssa, ja ne voidaan yleistää koskemaan kaikkia suurempia yrityskauppoja. Pienten ja nuorten yritysten taloudellinen due diligence on haastavaa taloudellisen tiedon vähyyden vuoksi. Myös tietojen luotettavuuden ja taloudellisen ennakkotarkastuksen vaikutusten arviointi on silloin ongelmallista. Vaikka kandidaatintutkielmassa keskityttiin vain taloudelliseen due diligenceen, tulee koko due diligence -prosessissa huomioida sekä operationaalinen että strateginen osa-alue, jotka täydentävät taloudellista selvitystä havainnoillaan.

Kandidaatintutkielmassa esille nousseella data-analytiikalla voidaan entistä nopeammin käsitellä ja analysoida suurta määrää kvantitatiivista dataa. Koska data-analytiikka ja sen mahdollisuudet taloudellisessa due diligence -prosessissa ovat yhä tuore aihe, ei sen käyttöä tai hyötyjä ennakkotarkastuksessa ole vielä tutkittu. Toisaalta luonnollinen jatkumo tutkielmalle olisi arvioida, millaisia vaikutuksia kaupan kohteen taloudellisella due diligencella on yrityksen arvonmäärittelyyn ja kauppahinnasta sopimiseen.

LÄHTEET

Blomquist, L., Blummé, N., Lumme, E., Pitkänen, T. & Simonsen, L. (2001). *Due diligence osana yrityskauppaa*. Helsinki: KHT-Media.

Blomquist, L., Blummé, N. & Simola, A. (1997). *Due diligence ja arvonmääritys yrityskaupoissa*. Helsinki: KHT-yhdistyksen palvelu.

Borochin, P., Ghosh, C. & Huang, D. (2019). Target information asymmetry and takeover strategy: Insights from a new perspective. *European Financial Management*, 25(1), 38–79. doi: 10.1111/eufm.12199

Bäck, J., Karsio, T., Markula, E. & Palmu, M. (2009). *Due diligence: onnistuneen yrityskaupan edellytys*. Helsinki: KHT-Media.

Cumming, D. & Zambelli, S. (2017). Due diligence and investee performance. *European Financial Management*, 23(2), 211–253. doi: 10.1111/eufm.12100

Elinson, S. & Ruggeri, C. (2008). M&A due diligence comes to fore. *Financial Executive*, 24(1), 28–31. Haettu osoitteesta <https://www.financialexecutives.org/>

Flyvbjerg, B. (2013). Quality control and due diligence in project management: Getting decisions right by taking the outside view. *International Journal of Project Management*, 31(5), 760–774. doi: 10.1016/j.ijproman.2012.10.007

Gleich, R., Kierans, G. & Hasselbach, T. (2010). *Value in due diligence: Contemporary strategies for merger and acquisition success*. Haettu osoitteesta <http://web.b.ebscohost.com/pc124152.oulu.fi:8080/ehost/ebookviewer/ebook/bmxlYmtfXzM4OTg3MF9fQU41?sid=be71b22a-4421-4c0e-9051-9d12d8ad9b3b@pdc-v-sessmgr02&vid=18&format=EB&rid=1>

Hellsell, T. (1999). Beyond financial due diligence. *China Business Review*, 26(1), 32. Haettu osoitteesta <https://www.chinabusinessreview.com/>

Hewitt Associates. (2009). *M&A transactions and the human capital key to success - global report*. Haettu osoitteesta <https://www.criticaleye.com/inspiring/insights-servfile.cfm?id=1314>

Immonen, R. (2008). *Yritysjärjestelyt* (4. uud. painos). Helsinki: Talentum.

Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263–292. doi: 10.2307/1914185

Kauppalaki 27.3.1987/355

Koivu, E. & Myllymäki, J. (1999). Tarkastajan tehtävät due diligence-tutkimuksissa. *Tilintarkastus: laskentatoimi*, 3, 180–186.

- Lovaglio, D. & Kahneman, D. (2003). Delusions of success: How optimism undermines executives' decisions. *Harvard Business Review*, 81(7), 56–63. Haettu osoitteesta <https://hbr.org/>
- Miettinen, I. (2012). Talouden ja verotuksen due diligence pk-yrityksessä. *Tilisanomat*, 2, 32–35.
- Miruna-Lucia, N. (2010). Due diligence in mergers and acquisitions -- how important it is in times of crises? *Annals of Eftimie Murgu University Resita, Fascicle II, Economic Studies*, 111–120. Haettu osoitteesta <http://www.analefseauem.ro/>
- Niemelä, J., Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Niemelä, J. E., Svennas, K. & Wilkman, N. (2011). *Yrityskauppa*. Helsinki: WSOYpro.
- Perry, J. S. & Herd, T. J. (2004). Mergers and acquisitions: Reducing M&A risk through improved due diligence. *Strategy & Leadership*, 32(2), 12–19. doi: 10.1108/10878570410525089
- PwC. (2020). *Finnish M&A market update, 1*. Haettu osoitteesta <https://www.pwc.fi/en/publications/assets/ma-market-update-may-2020-pwc.pdf>
- Rosenbloom, A. H. (2002). *Due diligence for global deal making*. Haettu osoitteesta <https://blackmorepartnersinc.com/wp-content/uploads/2016/08/DueDiligenceforGlobalDealMaking-1.pdf>
- Savović, S. & Pokrajčić, D. (2013). Due diligence as a key success factor of mergers and acquisitions. *Actual Problems of Economics*, 144(6), 424–434. Haettu osoitteesta <https://eco-science.net/en/>
- Sherman, A. J. & Hart, M. A. (2006). *Mergers & acquisitions from A to Z* (2. painos). Haettu osoitteesta <http://web.a.ebscohost.com.pc124152.oulu.fi:8080/ehost/ebookviewer/ebook/ZTAwMHh3d19fMTQzMjUxX19BTg2?sid=4c9c4bac-a031-4b13-927f-19e759f9913a@sidc-v-sessmgr03&vid=0&format=EB&rid=1>
- Simonsen, L. (1997). Financial due diligence juristin näkökulmasta. *Tilintarkastus: laskentatoimi*, 41(3), 213–217.
- Sisco, M. (2002). *Acquisition: IT due diligence*. Haettu osoitteesta [https://masterworkshop.skillport.com/skillportfe/assetSummaryPage.action?assetid=RW\\$17686:_ss_book:10961#summary/BOOKS/RW\\$17686:_ss_book:10961](https://masterworkshop.skillport.com/skillportfe/assetSummaryPage.action?assetid=RW$17686:_ss_book:10961#summary/BOOKS/RW$17686:_ss_book:10961)
- Skaife, H. A. & Wangerin, D. D. (2013). Target financial reporting quality and M&A deals that go bust. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 719–749. doi: 10.1111/j.1911-3846.2012.01172.x
- Tiemann, D. & Hartman, J. (2013). Data analytical due diligence is driving M&A deals. *Financial Executive*, 29(3), 32–35. Haettu osoitteesta <https://www.financialexecutives.org/>

Wang, Y. & Larimo, J. (2020). Survival of full versus partial acquisitions: The moderating role of firm's internationalization experience, cultural distance, and host country context characteristics. *International Business Review*, 29(1).
doi: 10.1016/j.ibusrev.2019.101605

Warter, I. (2019). *Negotiation and decision making in mergers and acquisitions: intercultural due diligence*. Haettu osoitteesta
<http://web.a.ebscohost.com/pc124152.oulu.fi:8080/ehost/ebookviewer/ebook/ZTAwMHh3d19fMjIzNTY0M19fQU41?sid=ee564f38-91ff-4c09-bc3d-817d62a682b1@sdc-v-sessmgr01&vid=0&format=EB&rid=1>

Wexler, W. A. & Connor, J. (2007). Beyond the number crunching: "Doing" diligence right. *Journal of Private Equity*, 10(2), 80–82.
doi: 10.3905/jpe.2007.682346